

**ANALISIS PENGARUH LIKUIDITAS
OBLIGASI, *COUPON* DAN JANGKA
WAKTU JATUH TEMPO OBLIGASI
TERHADAP PERUBAHAN
HARGA OBLIGASI DI BURSA EFEK
SURABAYA**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Oleh :

**MONICA KRISNILASARI
NIM. C4A005070**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2007**



SERTIFIKASI

Saya, *Monica Krisnilasari*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Monica Krisnilasari

April 2007

PERSETUJUAN DRAFT TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa draft tesis berjudul:

**ANALISIS PENGARUH LIKUIDITAS OBLIGASI, *COUPON*
DAN JANGKA WAKTU JATUH TEMPO OBLIGASI
TERHADAP PERUBAHAN HARGA OBLIGASI
DI BURSA EFEK SURABAYA**

yang disusun oleh Monica Krisnilasari, NIM C4A005070
telah disetujui untuk dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 2007

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Prof. DR. Arifin Sabeni, M.Com. (Hons.), Akt.

Dra. Irene Rini D.P., ME.

ABSTRAK

Penelitian mengenai obligasi dirasakan masih terbatas apabila dibandingkan dengan penelitian mengenai saham di Indonesia karena terbatasnya data dan instrumen ini relatif baru apabila dibandingkan dengan saham. Padahal saat ini instrumen obligasi relatif mulai marak dijual dan diperdagangkan di Indonesia. Penelitian mengenai obligasi yang telah dilakukan tersebut memiliki kesimpulan penelitian yang berbeda-beda perihal pengaruh variabel-variabel yang diteliti terhadap perubahan harga obligasi. Sehingga perlu dilakukan penelitian yang secara khusus mengkaji obligasi.

Penelitian ini mengkaji pengaruh likuiditas obligasi, coupon dan jangka waktu jatuh tempo terhadap tingkat perubahan harga obligasi di Bursa Efek Surabaya. Data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia. Sampel dalam penelitian ini adalah 71 obligasi yang diambil dengan teknik *purposive sampling*. Analisis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda.

Hasil penelitian adalah bahwa variabel likuiditas dan coupon memiliki pengaruh positif signifikan terhadap perubahan harga obligasi (*return* obligasi), sedangkan jangka waktu jatuh tempo memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap perubahan harga obligasi (*return* obligasi). Berdasarkan hal tersebut maka investor obligasi perlu memperhatikan likuiditas obligasi, karena makin likuid suatu obligasi maka akan makin tinggi *return*nya. Investor juga disarankan membeli obligasi yang menawarkan nilai *coupon* yang tinggi karena obligasi ini memiliki tingkat *return* yang lebih tinggi selain *coupon yield*. Investor dapat pula membeli obligasi yang tidak memiliki jangka waktu jatuh tempo yang lama karena tingkat *return*nya akan lebih tinggi.

Kata kunci : *return* obligasi, likuiditas obligasi, coupon dan jangka waktu jatuh tempo.

ABSTRACT

There was scarcity on research about bond in Indonesia if compared with research on stock in Indonesia. It was happened because data limitation and this instrumen relatively newer than stock. Although recently bond instrument begin frequently sold and traded in Indonesia. Moreover researchs which focused on studying bond tend to lead to different conclusions whether the impact of variables which studied toward bond return. Thus research about bond is indispensable.

This research study about bond liquidity, coupon and maturity term impact toward bond return in Surabaya Stock Exchange. Data in this study is secondary data which provided by Surabaya Stock Exchange and Bisnis Indonesia Daily. 71 bond were obtained as sample in this study by using purposive sampling method. Multiple regression employed as data analysis technique.

The findings show that liquidity and coupon have popositve and significant impact toward bond return, meanwhile maturity term have negative and significant impact toward bond return. Hence fixed income securities investor must pay attention toward bond liquidity, because more liquid bond tend to produce higher return. Investor also suggested to buy a bond which offer high coupon bond because can produce high bond return beside coupon yield. Finally investor can buy a bond which do not have long time of maturity because this kind of bond can produce higher return.

Keywords : Bond return, liquidity, coupon, and maturity terms.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena hanya atas berkat dan rahmat-Nya tesis yang berjudul “ANALISIS PENGARUH LIKUIDITAS OBLIGASI, *COUPON* DAN JANGKA WAKTU JATUH TEMPO OBLIGASI TERHADAP PERUBAHAN HARGA OBLIGASI DI BURSA EFEK SURABAYA” ini dapat diselesaikan dengan baik.

Pada kesempatan ini, penulis juga menyampaikan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada berbagai pihak yang telah memberikan bimbingan, perhatian baik langsung maupun tidak langsung, antara lain :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, sebagai direktur program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Prof. DR. Arifin Sabeni, M.Com. (Hons.), Akt. sebagai dosen pembimbing utama yang telah memberikan masukan dan bimbingan hingga selesainya tesis ini.
3. Dra. Irene Rini D.P., ME. yang telah memberikan bimbingan dan perhatian sungguh-sungguh sejak awal penulisan tesis ini hingga selesai.
4. Para dosen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu pengetahuan dan wawasan keilmuan kepada penulis.
5. Segenap staf dan karyawan Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah menyediakan fasilitas-fasilitas yang diperlukan bagi

penulis untuk menyelesaikan studi di Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

6. Yang terkasih suami dan anak-anak tercinta yang selalu memberikan motivasi kepada penulis.
7. Keluarga yang senantiasa memberikan dukungan moril dan materiil kepada penulis baik dalam suka maupun duka.
8. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu demi satu, yang turut memberikan bantuan dalam menyelesaikan tesis ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan. Akhir kata, teriring harapan semoga tesis ini dapat bermanfaat meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, April 2007

Monica Krisnilasari

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstrak	iv
Abstract	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	9
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	10
1.3.1. Tujuan Penelitian.....	10
1.3.2. Kegunaan Penelitian.....	11
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN	
2.1. Telaah Pustaka.....	12
2.1.1. Pasar Modal.....	12
2.1.2. Investasi.....	13
2.1.3. Pengertian Obligasi.....	15
2.1.4. Karakteristik Obligasi.....	18
2.1.5. Tujuan Penerbitan Obligasi.....	20
2.1.6. Pendapatan Obligasi (<i>Bond Income</i>).....	23
2.1.7. Faktor-Faktor Yang mempengaruhi Perubahan Harga Obligasi.....	24
2.1.5.1. Likuiditas Obligasi.....	24
2.1.5.2. Tingkat Kupon.....	25
2.1.5.3. Jangka Waktu Jatuh Tempo.....	26
2.2. Penelitian Terdahulu	28
2.3. Perbedaan Penelitian Dibandingkan Dengan Penelitian Terdahulu.....	34
2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	34
2.5. Hipotesis.....	36
2.6. Definisi Operasional Variabel.....	37
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Desain Penelitian.....	39
3.2. Jenis dan Sumber Data.....	39
3.3. Populasi dan Sampel.....	40

3.4. Metode Pengumpulan Data.....	42
3.5. Teknik Analisis.....	42
3.5.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	43
3.5.1.1. Uji Normalitas Data.....	44
3.5.1.2. Uji Otokorelasi.....	44
3.5.1.3. Uji Multikolinieritas.....	45
3.5.1.4. Uji Heteroskedastisitas.....	45
3.5.2. Pengujian Kelayakan Model.....	47
3.5.3. Pengujian Hipotesis.....	47
 BAB IV ANALISIS DATA	
4.1. Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan...	49
4.2. Pengujian Asumsi Klasik.....	51
4.2.1. Uji Normalitas Data.....	52
4.2.2. Uji Heteroskedastisitas.....	53
4.2.3. Uji Multikolinieritas.....	54
4.2.4. Uji Otokorelasi.....	56
4.3. Pengujian Kelayakan Model dan Hipotesis.....	57
4.3.1. Pengujian Kelayakan Model.....	57
4.3.2. Pengujian Hipotesis.....	58
4.3.2.1. Pengujian Hipotesis 1.....	59
4.3.2.2. Pengujian Hipotesis 2.....	60
4.3.2.3. Pengujian Hipotesis 3.....	61
4.4. Variabel Bebas Yang Memiliki Pengaruh Terbesar.....	62
 BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	
5.1. Kesimpulan.....	64
5.2. Implikasi Kebijakan.....	65
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	65
5.4. Agenda Penelitian Yang Akan Datang.....	66

DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
1.1. Data Coupon, Jangka Waktu dan Likuiditas (Frekuensi) Obligasi dan Return Obligasi di Bursa Efek Surabaya (Hingga Tahun 2005).....	8
2.1. Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu.....	32
3.1. Sampel Penelitian.....	41
4.1. Statistika Deskriptif Variabel Yang Digunakan.....	49
4.2. Hasil Uji Kolmogorov Smirnov	52
4.3. Hasil Uji Glejser.....	54
4.4. Hasil Uji Multikolinieritas.....	55
4.5. Hasil Uji Durbin Watson.....	56
4.6. Hasil Pengujian Model.....	58
4.7. Hasil Analisis Regresi Berganda.....	58
4.8. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis.....	62
4.9. <i>Standardized Coefficient</i> Variabel Bebas.....	63

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	36

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Data Penelitian
- Lampiran 2. Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian
- Lampiran 3. Output Uji Normalitas Data
- Lampiran 4. Output Uji Heteroskedastisitas
- Lampiran 5. Output Analisis Regresi Berganda

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta (Suad Husnan 1994). Pasar modal telah menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari kegiatan ekonomi di berbagai negara.

Perkembangan pasar modal yang pesat memiliki peran penting dalam meningkatkan pertumbuhan perekonomian karena pasar modal memiliki dua fungsi, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan (Robbert Ang, 1997). Dalam melaksanakan fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang surplus dana kepada pihak yang membutuhkan dana. Sementara dalam melaksanakan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang dibutuhkan oleh pihak yang memerlukan dana, dan pihak yang memiliki kelebihan dana dapat ikut terlibat dalam kepemilikan perusahaan tanpa harus menyediakan aktiva riil yang diperlukan untuk melakukan investasi (Syamsul Bachri, 1997).

Kehadiran pasar modal sangat penting bagi perusahaan dan investor. Perusahaan sebagai pihak yang membutuhkan dana dapat menghimpun dana melalui pasar modal dengan menjual sahamnya kepada publik atau menerbitkan surat hutang (obligasi), sedangkan investor sebagai pihak yang memiliki dana

dapat mempergunakan pasar modal sebagai salah satu alternatif investasi guna memperoleh keuntungan. Perusahaan yang menjual sahamnya kepada masyarakat melalui pasar modal dapat memberikan imbal hasil berupa deviden atau dapat memberikan bunga berupa *coupon* apabila menerbitkan obligasi. Namun tentu saja sebelum melakukan penjualan saham ataupun menerbitkan obligasi, perusahaan perlu melakukan perhitungan terlebih dahulu dengan membandingkan berbagai alternatif yang dapat ditempuh sebagai sumber pendanaan perusahaan. Karena setiap kebijakan yang ditempuh akan memberikan keuntungan dan kerugian (Jogiyanto Hartono, 1998).

Selain bermanfaat bagi perusahaan, pasar modal juga akan bermanfaat bagi pihak-pihak yang memiliki kelebihan dana yang berkeinginan menginvestasikan dana tersebut ke instrumen investasi yang telah ada pada saat ini. Para pihak yang memiliki kelebihan dana tersebut atau seringkali disebut dengan investor, dapat memanfaatkan pasar modal sebagai sarana untuk menyalurkan dana yang menganggur, sehingga diperoleh tambahan penghasilan berupa perolehan investasi, dalam bentuk peningkatan nilai modal (*capital gain*) dan laba hasil usaha yang dibagikan (*dividend*) untuk investasi di pasar saham dan bunga (*coupon*) untuk investasi di pasar obligasi.

Namun setiap instrumen investasi tersebut tentu memiliki karakteristik yang berbeda satu sama lain, misalnya melakukan investasi pada obligasi mungkin lebih tepat untuk dilakukan apabila investor yang berorientasi pendapatan tetap, sedangkan investasi dalam bentuk saham akan lebih tepat dilakukan investor yang berorientasi pertumbuhan (Haugen 1997). Sayangnya

kebanyakan penelitian yang dilakukan di Indonesia berfokus pada kajian mengenai pasar saham, masih sedikit penelitian yang secara khusus melakukan kajian pada obligasi di Bursa Efek Surabaya. Apalagi pada saat suku bunga diskonto (*SBI / BI rate*) makin menurun seperti saat ini, di mana banyak perusahaan yang lebih memilih untuk menerbitkan obligasi dibandingkan menjual sahamnya kepada publik. Perusahaan enggan meminjam kredit kepada bank karena suku bunga pinjaman tetap tinggi meskipun suku bunga diskonto makin menurun. Lain halnya dengan menerbitkan obligasi, perusahaan dapat menawarkan obligasi dengan nilai *coupon* yang hampir setara dengan tingkat diskonto (*SBI / BI rate*).

Obligasi adalah surat utang jangka panjang yang diterbitkan oleh suatu lembaga dengan nilai nominal (nilai pari / *par value*) dan waktu jatuh tempo tertentu. Penerbit obligasi bisa perusahaan swasta, BUMN, atau pemerintah baik pemerintah pusat maupun daerah. Salah satu jenis obligasi yang diperdagangkan di pasar modal saat ini adalah obligasi kupon (*coupon bond*) dengan tingkat bunga tetap (*fixed*) selama masa berlaku obligasi Sri Astuti (2003). Obligasi merupakan janji pihak penerbit untuk membayar sejumlah bunga dalam periode waktu tertentu dan membayar nilai nominal obligasi pada waktu jatuh tempo.

Obligasi pendapatan tetap sebagai salah satu jenis obligasi menawarkan kesempatan untuk memperoleh hasil yang tetap dari waktu ke waktu selama periode tertentu dan kesempatan untuk memperoleh *capital gain*. Sama halnya dengan investasi di bidang lain, untuk melakukan investasi pada obligasi selain diperlukan dana, juga diperlukan pengetahuan yang cukup tentang obligasi, serta

tentu saja naluri bisnis yang baik untuk bisa menganalisis faktor–faktor yang bisa mempengaruhi investasi pada obligasi tersebut.

Penerbitan obligasi merupakan salah satu keputusan penting yang diambil oleh pengelola perusahaan dalam rangka mendapatkan modal untuk kebutuhan usahanya. Dalam prakteknya, pengelola perusahaan akan membandingkan berbagai alternatif yang ada untuk memperoleh dana yang dibutuhkan perusahaan. Pada saat suku bunga (*SBI / BI rate*) turun maka mereka akan cenderung memilih untuk menerbitkan obligasi karena biaya modalnya relatif lebih kecil dibandingkan menjual sahamnya yang memiliki potensi menyebabkan penurunan kepemilikannya karena dijual ke publik. Pertimbangan utama yang mendasari pemilihan perusahaan swasta untuk menerbitkan obligasi sebagai alternatif pendanaan jangka panjang karena tingkat bunga obligasinya lebih rendah daripada tingkat bunga pinjaman bank (Nurfauziah dan Setyarini, 2004).

Brigham (1996) menyatakan bahwa terdapat beberapa keuntungan bagi perusahaan dalam menggunakan hutang jangka panjang (obligasi) yaitu : (1) biaya modal setelah pajak yang rendah, (2) bunga yang dibayarkan merupakan pengurang pajak penghasilan, (3) melalui *financial leverage* dimungkinkan laba per lembar saham akan meningkat, (4) kontrol terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham tidak mengalami perubahan.

Bagi investor, apabila membeli obligasi, maka investor akan memperoleh bunga / kupon yang tetap secara berkala biasanya setiap 3 bulan, 6 bulan, atau 1 tahun sekali sampai waktu jatuh tempo. Ketika obligasi tersebut jatuh tempo, maka penerbit harus membayar sesuai dengan nilai pari dari obligasi tersebut.

Satu hal yang harus diketahui sebagai investor individu adalah besarnya kebutuhan modal yang harus dikeluarkan untuk investasi dalam obligasi. Obligasi biasanya diperjual belikan dalam satuan Rp 1 miliar dan dengan satuan pemindah bukuan minimal Rp. 50 juta. Masa berlaku investasi obligasi sangat bergantung dengan badan yang menerbitkan. Yang paling umum adalah 5 tahun. Oleh karena itu sarana investasi dalam obligasi merupakan investasi jangka panjang.

Return bagi pembeli / pemegang obligasi secara umum berbeda dengan *return* saham. Bagi pemegang obligasi, mereka pasti akan memperoleh kupon sebagai pembayaran bunga atas obligasi yang dibelinya, sedangkan bagi pemegang saham mereka akan memperoleh deviden apabila perusahaan memutuskan membagikan deviden. *Return* yang berupa *capital gain* juga mungkin diperoleh oleh pemegang obligasi. Apabila obligasi dibeli pada harga par dan dijual pada harga premium maka akan memberikan *capital gain* bagi pemegangnya.

Faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan harga obligasi relatif berbeda dengan faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham (Fabozzi, 2001). Hal ini dapat terjadi karena obligasi memiliki ciri-ciri tertentu yang berbeda dengan saham. Faktor khusus yang pasti hanya mempengaruhi harga obligasi di antaranya adalah likuiditas obligasi, kupon, dan jangka waktu jatuh tempo. Faktor-faktor inilah yang diteliti dalam penelitian ini. karena secara empiris pengaruh variabel ini terhadap perubahan obligasi masih belum diteliti. Sehingga diperlukan penelitian yang khusus mengkaji instrumen obligasi.

Yuan (2001) menyatakan bahwa likuiditas obligasi sangat penting dalam mempengaruhi harga obligasi. Likuiditas obligasi yang tinggi akan menyebabkan obligasi lebih menarik karena tersedianya pembeli dan penjual yang lebih banyak sehingga pihak yang memiliki obligasi dapat menjual obligasinya kapan saja. Hotchkiss dan Ronen (1999), Chakravarty dan Sarkar (1999) juga menyatakan hal yang sama bahwa kualitas pasar yang terkait likuiditas akan menyebabkan adanya *bid* dan *ask* obligasi dengan kata lain terdapat penjual dan pembeli. Secara empiris hal ini juga didukung oleh hasil penelitian Elton dan Green (1998) yang menyimpulkan bahwa likuiditas akan meningkatkan harga obligasi (*premium*).

Hal sebaliknya dinyatakan oleh Amihud dan Mendelson (1991) yang menyatakan bahwa likuiditas mempengaruhi harga aset (obligasi) karena investor membutuhkan kompensasi untuk biaya transaksi. Biaya transaksi dibayar ketika suatu aset ditransaksikan membentuk serangkaian *cash outflow*. Nilai diskonto dari aliran biaya ini merupakan penunjuk hilangnya nilai karena tidak likuid, yang akan mengurangi nilai aset dari aliran cash yang dihasilkan. Sehingga *return* akan meningkat seiring dengan ketidaklikuidan. Temuan Penelitian Amihud dan Mendelson (1991) menunjukkan bahwa likuiditas obligasi malah akan menurunkan *return* obligasi.

Faktor berikutnya yang dapat mempengaruhi perubahan harga obligasi adalah kupon (tingkat diskonto). Kempf dan Uhrig-Homburg (2000) menyatakan bahwa selain likuiditas, harga obligasi juga tergantung pada tingkat diskonto. Nilai kupon yang tinggi akan menyebabkan obligasi menarik bagi investor karena nilai kupon yang tinggi akan memberikan *yield* yang makin tinggi pula. Nurfaizah

dan Adistien F.S. (2004) menyatakan bahwa kupon yang tinggi akan menyebabkan investor memperoleh manfaat yang lebih besar. Makin tinggi tingkat kupon maka akan makin tinggi tingkat perubahan harga obligasi. Oleh sebab pengaruh tingkat kupon terhadap perubahan harga obligasi adalah positif.

Sapto Rahardjo (2003) juga menyatakan hal senada yaitu untuk menarik investor membeli obligasi maka diberikan insentif yang berupa bunga yang menarik (kupon). Valckx (2004) mengemukakan bahwa tingkat diskonto akan mempengaruhi harga obligasi atau dengan kata lain dikatakan mempengaruhi *return* obligasi. Racette dan Lewellen (1995) menggunakan pendekatan matematis dalam kajiannya tentang hubungan tingkat kupon terhadap harga obligasi. Melalui pendekatan matematis disimpulkan bahwa tingkat kupon berpengaruh positif terhadap nilai obligasi.

Faktor terakhir yang diteliti dalam penelitian ini adalah jangka waktu jatuh tempo. Makin pendek jangka waktu jatuh tempo maka makin kecil resiko obligasi yang diukur dari durasi obligasi (Lusi Kesumawati, 2003; Jacky Kale Lena dan Apriani Dorkas R.A., 2003) dan kecembungan (Esmee, 2000; Abdul Hamid *et al.*, 2006; Kellerhals dan Schobel, 2001). Lebih lanjut Aarstol (2000) dan Sapto Rahardjo (2003) mengemukakan bahwa semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap resikonya lebih kecil.

Bierwag (1987) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa jangka waktu jatuh tempo merupakan faktor yang penting dalam menentukan *return* obligasi. Ericsson dan Reneby (2001) menemukan bahwa jangka waktu obligasi mempengaruhi harga obligasi secara negatif. Sementara itu Bremmer dan

Kesselring (1992) bahwa jangka waktu jatuh tempo dapat menyebabkan obligasi dijual dengan diskon atau premium. Namun tidak dijelaskan secara tegas kriterianya. Hal ini tentu menyebabkan *reseacrh gap* yang membutuhkan penelitian lebih lanjut perihal pengaruh jangka waktu jatuh tempo terhadap perubahan harga obligasi.

Pada Tabel 1.1. berikut ini dapat dilihat gambaran beberapa data empiris mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dan tingkat perubahan harga obligasi di Bursa Efek Surabaya.

Tabel 1.1.

Data *Coupon*, Jangka Waktu dan Likuiditas (Frekuensi) Obligasi dan *Return* Obligasi di Bursa Efek Surabaya (Hingga Tahun 2005)

No.	Obligasi	Kode	Coupon	Jangka Waktu	Likuiditas (Frekuensi)	Perubahan Harga
1	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri B	PPGD09BXBFTW	18,25	8	522	0,07
2	Swadharma Indotama F. I Tahun 2000	SIFCO1XXBFTW	18,25	6	256	0,039551
3	Sinar Sosro I Tahun 2001 Seri A	SNSR01AXBFTW	19,5	5	167	0,032411
4	Federal Int'l Fin.II Amort Th.2003 C	FIFA02CXBFTW	13,1875	3	145	0,026092
5	Jasa Marga XI Seri P tahun 2003	JMPD11PXBFTW	12,3	10	134	0,022727
6	Bank SUMSEL I Tahun 2003	BDSS01XXBFTW	14,375	5	67	0,022222
7	Indosat III Tahun 2003 Seri B	ISAT03BXBFTW	12,875	7	421	0,022093
8	Berlian Laju Tanker II Tahun 2003 A	BLTA02AXBFTW	14,75	5	450	0,021505
9	Swadharma Indotama Fin III Tahun 2003	SIFCO3XXBFTW	15,5	8	102	0,021505
10	Indosat II Tahun 2002 Seri A	INDF02XXBFTW	15,75	5	432	0,02118
11	HM Sampoerna II Tahun 2000	HMSPO2XXBFTW	17,5	7	431	0,020979
12	Indosat I Tahun 2001 Seri A	ISATO1AXBFTW	18,5	5	32	0,020202
13	Perum Pegadaian X Tahun 2003 A	PPGD10AXBFTW	12,9375	8	422	0,020069
14	Adhi Karya II Tahun 2003	ADHI02XXBFTW	14,5	5	306	0,019667
15	Oto Multiartha II Tahun 2003	OTMA02XXBFTW	13,375	3	31	0,017551
16	Summarecon Agung I Tahun 2003	SMRA01XXBFTW	15,125	5	271	0,016378
17	Ciliandra Perkasa I Tahun 2003	CLPK01XXBFTW	14,75	5	23	0,016091
18	Maspion I Tahun 2003	MASP01XXBFTW	13,5	5	130	0,014644
19	RCTI I Tahun 2003	RCTI01XXBFTW	13,5	5	59	0,014017
20	Indosat III Tahun 2003 Seri A	ISAT02AXBFTW	12,5	5	332	0,013572
21	Oto Multiartha III Tahun 2004	OTMA03XXBFTW	13,125	3	39	0,012885
22	Duta Pertiwi IV Amortisasi Tahun 2003	DUTI04XXBFTW	15,675	5	107	0,012575
23	Pupuk Kaltim I Tahun 2002 Seri A1	PPKT01A1BFTW	18	5	21	0,0125
24	Telkom I Tahun 2002	TLKM01XXBFTW	17	5	578	0,012136
25	Jawa Pos I Tahun 2003	JPOS01XXBFTW	13,75	5	134	0,011841

Sumber : Buesa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

Berdasarkan Tabel 1.1. tersebut dapat dilihat indikasi adanya hubungan antara variabel yang akan diteliti dengan tingkat perubahan harga obligasi (*return* obligasi). Penelitian ini secara khusus mengkaji obligasi yang termasuk kategori *fixed rate* (obligasi pendapatan tetap) yang tercatat di Bursa Efek Surabaya.

1.2. Perumusan Masalah

Penelitian mengenai obligasi dirasakan masih terbatas apabila dibandingkan dengan penelitian mengenai saham di Indonesia karena terbatasnya data dan instrumen ini relatif lebih sedikit jumlahnya apabila dibandingkan dengan saham. Padahal saat ini instrumen obligasi mulai marak dijual dan diperdagangkan di Indonesia. Sehingga perlu dilakukan penelitian yang secara khusus mengkaji obligasi.

Adanya perbedaan hasil penelitian seperti penelitian Elton dan Green (1998) yang menyimpulkan bahwa likuiditas akan meningkatkan harga obligasi (berpengaruh positif) dan penelitian Amihud dan Mendelson (1991) yang menemukan bahwa likuiditas akan menurunkan harga obligasi (berpengaruh negatif); Racette dan Lewellen (1995) yang menemukan bahwa tingkat kupon berpengaruh positif terhadap harga obligasi dan Nurfaizah dan Setyarini (2004) yang menemukan bahwa tingkat kupon tidak berpengaruh signifikan terhadap obligasi; Ericsson dan Reneby (2001) yang menemukan bahwa jangka waktu jatuh tempo berpengaruh negatif terhadap harga obligasi dan Elton dan Green (1998) yang menemukan adanya hubungan yang lemah antara jangka waktu jatuh

tempo dengan harga obligasi masih membutuhkan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh variabel yang telah dipergunakan tersebut.

Oleh sebab itu dalam penelitian ini faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan harga obligasi yang dikaji adalah likuiditas obligasi, kupon, dan jangka waktu jatuh tempo. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah likuiditas obligasi berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi ?
2. Apakah coupon (bunga obligasi) berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi ?
3. Apakah jangka waktu jatuh tempo berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi ?

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengkaji dan menganalisis pengaruh likuiditas obligasi berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi.
2. Untuk mengkaji dan menganalisis coupon (bunga obligasi) berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi.
3. Untuk mengkaji dan menganalisis jangka waktu jatuh tempo berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini adalah :

1. Bagi perusahaan penerbit obligasi, diharapkan penelitian ini dapat memberikan masukan mengenai faktor-faktor yang berpotensi mempengaruhi perubahan harga obligasi yang dijualnya di pasar modal.
2. Bagi investor obligasi, diharapkan penelitian ini dapat memberikan masukan bahkan panduan untuk berinvestasi di instrumen obligasi.
3. Bagi peneliti yang ingin melakukan kajian di bidang yang sama, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi dan memberikan landasan pijak untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Pasar Modal

Pasar modal adalah pasar berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk modal sendiri, yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta (Suad Husnan, 1993 dalam Sri Handaru *et al.*, 1996). Sementara itu Bambang Riyanto (1995) menyatakan bahwa pasar modal adalah pasar dalam pengertian abstrak yang mempertemukan calon pemodal (investor) dengan emiten (perusahaan yang menerbitkan surat berharga di pasar modal) yang membutuhkan dana jangka panjang.

Sri Handaru *et al.* (1996) menyatakan bahwa pasar modal adalah *organized market* yang memperdagangkan saham dan obligasi dengan menggunakan jasa pialang dan *underwriter*. Berdasarkan beberapa pengertian pasar modal di atas, dapat disimpulkan bahwa :

1. Pasar modal bisa berupa pasar dalam artian abstrak atau dalam artian konkret (sesungguhnya). Dalam artian abstrak, maka perdagangan surat berharga tidak harus terjadi pada suatu tempat tertentu. Sementara itu, pasar modal dalam bentuk konkret ialah bursa efek atau lebih dikenal dengan istilah *stock exchange*.

2. Komoditi yang diperdagangkan di pasar modal adalah surat berharga (aktiva finansial) jangka panjang.
3. Surat berharga (atau sekuritas) yang diperjual-belikan di pasar modal adalah surat berharga yang diterbitkan oleh suatu badan hukum berbentuk P.T. (Perseroan terbatas), baik yang dimiliki oleh swasta maupun pemerintah.
4. Bursa efek merupakan bentuk konkret dari pasar modal. Bursa efek merupakan pasar yang sangat terorganisasi (*a highly organized market*). Disebut demikian karena terdapat serangkaian peraturan yang mengikat pihak-pihak di dalamnya.

2.1.2. Investasi

Investasi menurut Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998) diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu *asset* selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi. Jogiyanto Hartono (1998) membagi investasi menjadi dua yaitu investasi langsung dan investasi tak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara lain, sedangkan investasi tak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Contoh investasi langsung adalah membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual-belikan di pasar uang, pasar modal atau pasar turunan. Contoh investasi tak langsung adalah membeli reksadana.

Berdasarkan pengertian oleh Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998), maka memegang kas atau uang tunai bukan merupakan investasi, sedangkan menabung di bank merupakan investasi karena mendapat *return* atau keuntungan berupa bunga.

Pembelian saham merupakan investasi karena memberikan keuntungan dalam bentuk deviden maupun dalam bentuk *capital gain*. Tujuan investasi adalah untuk memperoleh penghasilan dalam usaha meningkatkan kesejahteraan baik sekarang maupun di masa datang. Definisi investasi yang lain menyebutkan bahwa investasi merupakan suatu kegiatan penempatan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi (Jones, 1996).

Pengertian investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun di masa yang akan datang. Pada umumnya para investor mempunyai sifat tidak menyukai resiko (*risk averse*), yaitu apabila mereka dihadapkan pada suatu kesempatan investasi yang mempunyai resiko tinggi maka para investor tersebut akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar. Suad Husnan (1990) menyatakan bahwa semakin tinggi resiko suatu kesempatan investasi, maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Konsep ini juga berlaku pada investasi dalam saham maupun obligasi.

2.1.3. Pengertian Obligasi

Husaini dan Saiful (2003) menyatakan bahwa obligasi merupakan sertifikat bukti hutang yang dikeluarkan oleh suatu perseroan terbatas atau institusi tertentu baik pemerintah maupun lembaga lainnya dalam rangka mendapatkan dana atau modal, diperdagangkan di masyarakat, penerbitnya setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali pokoknya pada saat jatuh tempo.

Obligasi merupakan salah satu instrumen keuangan yang cukup menarik bagi kalangan investor di pasar modal ataupun bagi perusahaan untuk mendapatkan dana bagi kepentingan perusahaan. Perkembangan obligasi mulai menunjukkan peningkatan yang berarti sebagai alat investasi dan instrumen keuangan pada periode tahun 2000. Adanya pengetatan prosedur pinjaman di lembaga perbankan menyebabkan pihak perusahaan yang sedang membutuhkan dana untuk ekspansi bisnis atau melakukan pelunasan utangnya mulai melirik instrument obligasi sebagai salah satu alternatif penggalangan dana.

Beberapa alasan di antaranya adalah penerbitan obligasi lebih mudah dan lebih fleksibel dibandingkan melakukan prosedur pinjaman bank. Selain itu, tingkat suku bunga obligasi bisa dibuat lebih menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan tingkat suku bunga pinjaman dari bank yang cenderung meningkat. Dalam melakukan pembelian obligasi, investor di pasar modal itu sendiri bisa mendapatkan keuntungan, yakni mendapatkan tingkat suku bunga (kupon), selain itu bisa menghasilkan pendapatan atas kenaikan nilai nominal obligasi ke harga premium tersebut di pasar sekunder.

Melakukan investasi obligasi selain menghasilkan kupon juga memberikan tingkat potensi risiko investasi. Risiko ini bisa berbentuk wan prestasi (*default*) atas pembayaran kupon obligasi tersebut. Selain itu risiko yang paling ditakuti, yakni apabila pihak penerbit obligasi (emiten), karena kondisi perusahaannya mengalami likuidasi, tidak mampu membayar kewajiban pokok utangnya. Investor obligasi jangka pendek bisa juga mengalami kerugian akibat nilai pasar dari obligasi tersebut turun atau lebih rendah daripada harga beli obligasi tersebut. Instrumen obligasi pada dasarnya merupakan alternative produk investasi yang sangat fleksibel serta sangat prospektif perkembangannya di masa mendatang. Apalagi untuk investor institusional yang menginginkan investasi dengan struktur pendapatan yang begitu variatif maka kehadiran berbagai instrument obligasi akan sangat diminati.

Obligasi (*Bond*) sebagai salah satu bagian dari produk *Fixed Income Securities* (Pendapatan Tetap) dikenal sebagai alternatif untuk instrumen pembiayaan / investasi yang memberikan pendapatan bagi investor dengan kondisi nilai pendapatan dan waktu yang telah ditentukan sebelumnya. Dalam melakukan investasi, yang paling umum dilakukan pada obligasi adalah bahwa setiap investor baik perorangan ataupun lembaga investasi akan membeli obligasi dalam periode jangka waktu tertentu misalnya 5 tahun atau 8 tahun. Dari pembelian obligasi tersebut, investor akan menerima penghasilan / *return* berbentuk tingkat suku bunga (*coupon*) yang akan diterima setiap tahun atau triwulan atau sesuai periode yang ditentukan sebelumnya, ditambah nilai pokok

(*principal*) yang besarnya sama pada saat awal investasi dan akan diterima pada saat jatuh tempo.

Untuk investor obligasi yang mempunyai pola investasi jangka pendek serta menjual obligasi sebelum jatuh tempo, pendapatan tambahan yang diperolehnya hanya berbentuk kupon serta keuntungan atau kerugian dari selisih antara harga beli obligasi tersebut dan harga pada saat menjual obligasi tersebut di pasar sekunder. Hal ini sesuai referensi dari Charles P. Jonson (1997) dikutip oleh Rahardjo (2003) menyatakan bahwa “ *Bonds are Fixed Income Securities can be describe simply as long term debt instrument representing the issuer’s contractual obligation, or IOU. The buyer of a newly issued coupon bond is lending money to the issuer who, in turn, agrees to pay interest on this loan and repay the principal at a stated maturity date* “.

Indra D. Santoso (1997) menyatakan bahwa investor yang punya sifat konservatif cenderung melakukan investasi di pasar obligasi yang cenderung lebih aman dan tidak fluktuatif. Pelaku investasi obligasi sekarang ini didominasi oleh lembaga dana pensiun, lembaga asuransi, manajer investasi pengelola reksadana yang lebih mengutamakan keamanan atas dana yang diinvestasikannya. Dalam struktur keuangan perusahaan, obligasi mempunyai urutan lebih diutamakan daripada saham untuk mendapatkan haknya apabila perusahaan melakukan likuidasi (Sapto Rahardjo, 2003).

Sementara obligasi mempunyai urutan senioritas ketiga. Urutannya adalah sebagai berikut (Sapto Rahardjo, 2003) : pajak pemerintah, utang jangka pendek, obligasi (utang jangka panjang), kemudian *preffered stock* dan yang terakhir

adalah *common stock*. Oleh karena itu, pemegang obligasi lebih dipentingkan daripada pemegang saham perusahaan publik apabila menuntut hak pembayaran pada saat perusahaan mengalami pailit. Setelah hak pemegang pemegang obligasi terpenuhi maka baru dipenuhi hak pemegang *preffered stock* dan *common stock* (Robbert Ang, 1997).

Obligasi sebagai salah satu alternatif sumber dana bagi perusahaan mengandung konsekuensi pembayaran bunga secara periodik dan pelunasan utang obligasi pada saat jatuh tempo. Obligasi didefinisikan sebagai efek utang pendapatan tetap yang diperdagangkan di masyarakat di mana penerbitnya setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali jumlah pokoknya pada saat jatuh tempo (Astuti dan Januar, 2002).

2.1.4. Karakteristik Obligasi

Secara umum obligasi merupakan produk pengembangan dari surat utang jangka panjang (Sapto Rahardjo, 2003). Prinsip utang jangka panjang dapat dicerminkan dari karakteristik atau struktur yang melekat pada sebuah obligasi. Pihak penerbit obligasi pada dasarnya melakukan pinjaman kepada pembeli obligasi yang diterbitkannya. Pendapatan yang didapatkan oleh investor obligasi tersebut berbentuk tingkat suku bunga atau kupon. Selain aturan tersebut telah diatur pula perjanjian untuk melindungi kepentingan penerbit dan kepentingan investor obligasi tersebut.

Adapun karakteristik umum yang tercantum pada sebuah obligasi hampir mirip dengan karakteristik pinjaman utang pada umumnya yaitu meliputi :

1. Nilai penerbitan obligasi (jumlah pinjaman dana)

Dalam penerbitan obligasi maka pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Istilah yang ada yaitu dikenal dengan “jumlah emisi obligasi“. Apabila perusahaan membutuhkan dana Rp 400 milyar maka dengan jumlah yang sama akan diterbitkan obligasi senilai dana tersebut. Penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi berdasarkan kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya.

2. Jangka Waktu Obligasi

Setiap obligasi mempunyai jangka waktu jatuh tempo (*maturity*). Masa jatuh tempo obligasi kebanyakan berjangka waktu 5 tahun. Untuk obligasi pemerintah bisa berjangka waktu lebih dari 5 tahun sampai 10 tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor karena dianggap risikonya semakin kecil. Pada saat jatuh tempo pihak penerbit obligasi berkewajiban melunasi pembayaran pokok obligasi tersebut.

3. Tingkat suku bunga obligasi (*coupon*)

Untuk menarik investor membeli obligasi tersebut maka diberikan insentif berbentuk tingkat suku bunga yang menarik misalnya 17%, 18% per tahunnya. Penentuan tingkat suku bunga biasanya ditentukan dengan membandingkan tingkat suku bunga perbankan pada umumnya. Istilah tingkat suku bunga obligasi

biasanya dikenal dengan nama kupon obligasi. Jenis kupon bisa berbentuk *fixed rate* dan *variable rate* untuk alternatif pilihan bagi investor.

4. Jadwal pembayaran suku bunga

Kewajiban pembayaran kupon (tingkat suku bunga obligasi) dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulanan atau semesteran. Ketepatan waktu pembayaran kupon merupakan aspek penting dalam menjaga reputasi penerbit obligasi.

5. Jaminan

Obligasi yang memberikan jaminan berbentuk asset perusahaan akan lebih mempunyai daya tarik bagi calon pembeli obligasi tersebut. Di dalam penerbitan obligasi sendiri kewajiban penyediaan jaminan tidak harus mutlak. Apabila memberikan jaminan berbentuk asset perusahaan ataupun tagihan piutang perusahaan dapat menjadi alternative yang menarik investor.

2.1.5. Tujuan Penerbitan Obligasi

Penerbitan obligasi dilakukan oleh perusahaan yang membutuhkan dana, baik untuk ekspansi bisnisnya ataupun untuk memenuhi kebutuhan keuangan perusahaan dalam jangka pendek ataupun jangka panjang. Obligasi pada dasarnya merupakan surat utang yang ditawarkan kepada publik. Apabila investor berminat, ia bisa membeli melalui pihak penjamin (*underwriter*) atau agen penjual lewat penjualan di pasar perdana, atau melalui *broker dealer* apabila dibeli melalui

pasar sekunder. Dengan membeli obligasi tersebut, pembeli akan mendapatkan imbalan pendapatan tingkat suku bunga (*coupon*) yang ditawarkan sebelumnya seperti tertulis dalam prospektus obligasi.

Brigham (1996) menyatakan bahwa terdapat beberapa keuntungan bagi perusahaan dalam menggunakan hutang jangka panjang (obligasi) yaitu : (1) biaya modal setelah pajak yang rendah, (2) bunga yang dibayarkan merupakan pengurang pajak penghasilan, (3) melalui *financial leverage* dimungkinkan laba per lembar saham akan meningkat, (4) kontrol terhadap operasi perusahaan oleh pemegang saham tidak mengalami perubahan. Di samping itu terdapat beberapa kelemahan penggunaan hutang jangka panjang (obligasi) yaitu : (1) *financial leverage* perusahaan akan meningkat sebagai akibat dari penggunaan hutang, (2) batasan yang disyaratkan kreditur seringkali menyulitkan manajer, (3) munculnya *agency problem* yang akan meningkatkan *agency cost*.

Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai beberapa tujuan penting di antaranya (Sapto Rahardjo, 2003) :

a. Mendapatkan jumlah dana tambahan yang lebih fleksibel

Dengan menerbitkan obligasi maka perusahaan diharapkan mampu mendapatkan tambahan dana yang disesuaikan dengan kebutuhan. Jumlah besar kecilnya dana obligasi bisa disesuaikan dengan kinerja keuangan perusahaan misalnya jumlah aliran kas perusahaan, jumlah utang yang ada, serta kemampuan pembayaran bunga obligasi, dan pelunasan pokok obligasi pada saat jatuh tempo, juga disesuaikan dengan prospek dari industri bisnis perusahaan di masa mendatang.

Dibandingkan dengan mengajukan pinjaman dana ke bank, keputusan besarnya pinjaman biasanya disesuaikan dengan nilai jaminan (*collateral*) yang dimiliki perusahaan. Sedangkan menerbitkan obligasi tidak mesti harus memberikan jaminan, hal ini menjadi daya tarik bagi perusahaan. Dengan menerbitkan obligasi, pihak perusahaan akan lebih fleksibel menentukan besar kecilnya dana yang dibutuhkan sesuai dengan kemampuan pasar (investor) dalam menyerap penerbitan obligasi tersebut serta kemampuan pihak penjamin emisi dalam memberikan komitmen jumlah penerbitan obligasi.

b. Mendapatkan pinjaman dengan tingkat suku bunga fleksibel

Pihak perusahaan yang menerbitkan obligasi akan mendapatkan dana tambahan dengan tingkat suku bunga yang lebih fleksibel. Proses penentuan tingkat suku bunga (*coupon*) obligasi ditentukan berdasarkan kemampuan keuangan perusahaan serta memperhatikan kondisi tingkat suku bunga di perbankan. Dibandingkan dengan meminjam dana dari perbankan, penentuan tingkat suku bunganya cenderung berpihak pada kepentingan kreditur (bank). Sedangkan apabila menerbitkan obligasi, proses penentuan tingkat suku bunganya *relative flexible* disesuaikan dengan kemampuan dan kepentingan penerbit obligasi.

c. Mendapatkan alternatif pembiayaan melalui pasar modal

Seperti diketahui, obligasi termasuk juga jenis utang jangka panjang. Perusahaan yang kesulitan melakukan pinjaman melalui perbankan bisa mencari alternatif

pendanaan melalui pasar modal dengan menerbitkan obligasi sejumlah dana yang dibutuhkan.

2.1.6. Pendapatan Obligasi (*Bond Income*)

Setiap investasi selalu mengharapkan adanya pendapatan atau penghasilan atas sejumlah dana yang diinvestasikan. Dengan membeli obligasi, investor mengharapkan akan mendapatkan beberapa keuntungan dari investasinya tersebut, yang dikenal dengan istilah *yield*.

Beberapa jenis pendapatan yang diperoleh dari pembelian obligasi secara umum meliputi :

1. Nominal Yield (Coupon Yield)

Adalah pendapatan kupon yang didasarkan pada nilai nominal obligasi. Pengertiannya adalah bahwa dalam jumlah nilai obligasi tertentu maka diberikan pendapatan tingkat suku bunga yang hasilnya telah ditentukan sebelumnya. Misalnya dengan nilai obligasi sebesar Rp 1 Milyar serta tingkat kupon *fixed rate* sebesar 15% akan memberikan pendapatan (*coupon yield*) sebesar Rp 150 juta per tahun. Besaran tingkat nominal *yield* ini tidak berubah sampai akhir jatuh tempo obligasi tersebut.

2. Current Yield

Adalah pendapatan kupon yang didasarkan pada harga pasar obligasi tersebut. Investor yang membeli obligasi dengan nilai nominal Rp 1 miliar bisa mendapatkannya pada pasar sekunder dengan kisaran Rp 900 juta karena kinerja

harga obligasi yang menurun. Dengan harga pasar obligasi sebesar Rp 900 juta tersebut serta *nominal yield* Rp 150 juta, nilai pendapatan sebenarnya (*current yield*) adalah 16,6% (Rp 150 juta dibagi Rp 900 juta).

3. *Yield To Maturity* (YTM)

Adalah pendapatan tingkat suku bunga obligasi apabila investor memegang obligasi tersebut sampai periode jatuh tempo. Banyak investor jangka panjang melakukan metode penghitungan pendapatan obligasi berdasar YTM supaya bisa melakukan perbandingan tingkat pendapatan obligasi yang satu dengan yang lain. Secara umum sebuah obligasi memiliki ketiga jenis pendapatan (*yield*) tersebut di atas. Tetapi pada dasarnya, metode penghitungan *yield* akan lebih banyak macamnya sesuai metode investasi dan perdagangan obligasi yang dilakukan oleh investor masing-masing.

2.1.7. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Perubahan Harga Obligasi

2.1.7.1. Likuiditas Obligasi

Obligasi yang likuid adalah obligasi yang banyak beredar di kalangan pemegang obligasi serta sering diperdagangkan oleh investor di pasar obligasi. Apabila obligasi yang dibeli mempunyai likuiditas cukup tinggi maka harga obligasi tersebut cenderung stabil dan meningkat. Tetapi apabila likuiditas obligasi tersebut rendah, harga obligasi cenderung melemah. Oleh karena itu pada saat membeli obligasi hendaknya memilih obligasi yang likuid yaitu yang selalu diperdagangkan di pasar obligasi serta diminati oleh investor.

Amihud dan Mendelson (1991) menyatakan bahwa likuiditas mempengaruhi harga aset (obligasi) karena investor membutuhkan kompensasi untuk biaya transaksi. Sementara itu Yuan (2001) menyatakan bahwa likuiditas obligasi sangat penting dalam mempengaruhi harga obligasi. Likuiditas obligasi yang tinggi akan menyebabkan obligasi lebih menarik karena tersedianya pembeli dan penjual yang lebih banyak sehingga pihak yang memiliki obligasi dapat menjual obligasinya kapan saja. Hotchkiss dan Ronen (1999), Chakravarty dan Sarkar (1999) juga menyatakan hal yang sama bahwa kualitas pasar yang terkait likuiditas akan menyebabkan adanya *bid* dan *ask* obligasi dengan kata lain terdapat penjual dan pembeli. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁ : Likuiditas obligasi berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya

2.1.7.2. Tingkat Kupon

Obligasi yang mempunyai kupon tinggi di atas rata-rata suku bunga deposito dan rata-rata kupon obligasi lainnya bisa sangat diminati oleh banyak investor. Oleh karena itu, bila kupon obligasi tersebut cukup tinggi maka harga obligasi cenderung semakin meningkat. Begitu juga sebaliknya, apabila tingkat kupon obligasi yang diberikan relative kecil, harga obligasi tersebut cenderung turun karena daya tarik untuk investor atau bagi calon pembeli obligasi tersebut sangat sedikit.

Kupon pengertiannya yaitu berupa pendapatan suku bunga yang akan diterima oleh pemegang obligasi sesuai perjanjian dengan penerbit obligasi tersebut. Biasanya pembayaran kupon tersebut dilakukan secara periode tertentu (Sapto Rahardjo, 2003). Bisa berjangka waktu kuartal, semesteran, atau tahunan. Pembayaran kupon ini ditentukan sebelumnya sampai masa jatuh tempo obligasi tersebut.

Nilai kupon yang tinggi akan menyebabkan obligasi menarik bagi investor karena nilai kupon yang tinggi akan memberikan *yield* yang makin tinggi pula. Nurfaizah dan Adistien F.S. (2004) menyatakan bahwa kupon yang tinggi akan menyebabkan investor memperoleh manfaat yang lebih besar. Sapto Rahardjo (2003) juga menyatakan hal senada yaitu untuk menarik investor membeli obligasi maka diberikan insentif yang berupa bunga yang menarik (kupon). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂ : Coupon (tingkat bunga) berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya

2.1.7.3. Jangka Waktu Jatuh Tempo

Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau dikenal dengan istilah *maturity date* yaitu tanggal di mana nilai pokok obligasi tersebut harus dilunasi oleh penerbit obligasi. Emiten obligasi mempunyai kewajiban mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi kepada pemegang obligasi pada saat jatuh tempo (biasanya tercantum pada kesepakatan yang dibuat sebelumnya). Kewajiban pembayaran pokok pada saat jatuh tempo dan bunga obligasi akan terhindar

apabila dilakukan penebusan obligasi (*redemption*) atau pembelian kembali obligasi sebelum jatuh tempo oleh penerbit obligasi tersebut.

Obligasi yang memiliki periode jatuh tempo lebih lama maka akan semakin lebih tinggi tingkat risikonya sehingga *yield* yang didapatkan juga berbeda dengan obligasi yang umur jatuh temponya cukup pendek. Perubahan harga obligasi biasanya disebabkan juga oleh periode jatuh tempo obligasi tersebut. Apabila tingkat suku bunga berubah, harga obligasi yang mempunyai masa jatuh tempo lebih lama akan lebih banyak berubahnya dibanding obligasi yang mempunyai masa jatuh tempo pendek.

Yang harus diingat dalam membahas faktor jatuh tempo (*maturity date*) suatu obligasi adalah bahwa semakin lama masa jatuh tempo obligasi, akan semakin tinggi tingkat risiko investasi. Karena dalam masa atau periode yang begitu lama, risiko kejadian buruk atau peristiwa yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun bisa saja terjadi. Oleh karena itu, periode jatuh tempo untuk obligasi perusahaan di Indonesia biasanya dibuat dalam jangka waktu 5 tahun saja (Sapto Rahardjo, 2003).

Aarstol (2000) dan Sapto Rahardjo (2003) mengemukakan bahwa semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap risikonya lebih kecil. Makin pendek jangka waktu jatuh tempo maka makin kecil durasi obligasi (Lusi Kesumawati, 2003; Jacky Kale Lena dan Apriani Dorkas R.A., 2003) dan kecembungan (Esmee, 2000; Abdul Hamid *et al.*, 2006; Kellerhals dan Schobel, 2001). Temuan penelitian Amihud dan Mendelson (1991) dalam Kamara (1994) menyebutkan bahwa *return* obligasi

akan menurun dengan meningkatnya jangka waktu jatuh tempo. Sehingga makin pendek jangka waktu obligasi maka diperkirakan mengurangi perubahan harga obligasi. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₃ : Jangka waktu jatuh tempo berpengaruh negatif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya

2.2. Penelitian Terdahulu

Amihud dan Mendelson (1991) melakukan penelitian yang secara khusus mengkaji likuiditas obligasi pemerintah di pasar obligasi Amerika Serikat. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data yang diperoleh dari *First Boston Corporation* yang merupakan *dealer* utama obligasi pemerintah. Penelitian ini menggunakan data seperti kupon, jangka waktu jatuh tempo bahkan likuiditas serta perubahan harga obligasi. Sayangnya pengaruh kupon dan jangka waktu jatuh tempo tidak jelas dalam penelitian ini karena kedua faktor ini hanya digunakan sebagai kategori untuk statistika deskriptif saja. Hanya pengaruh likuiditas terhadap perubahan harga obligasi saja yang jelas dijabarkan oleh Amihud dan Mendelson (1991). Penelitian ini menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap perubahan harga obligasi.

Kempf dan Uhrig-Homburg (2000) melakukan penelitian mengenai obligasi di Jerman. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data obligasi pemerintah Jerman di tahun 1992 hingga 1994. Penelitian ini menguji beberapa faktor seperti jangka waktu dan kupon serta likuiditasnya. Penelitian ini bersifat deskriptif. Jangka waktu dan kupon hanya digunakan sebagai kategori saja.

Sehingga tidak disimpulkan dampaknya terhadap obligasi. Secara umum penelitian ini menyimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap harga obligasi.

Elton dan Green (1998) melakukan penelitian tentang pengaruh likuiditas di pasar obligasi Amerika. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data tahun 1991-1995. Penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh likuiditas terhadap *return* obligasi, namun mereka menemukan adanya hubungan negatif yang lemah antara obligasi berjangka waktu lama dengan harga dan volume obligasi.

Chakravarty dan Sarkar (1999) melakukan penelitian tentang likuiditas obligasi di Amerika Serikat. Penelitian ini bersifat deskriptif. Hasil penelitian Chakravarty dan Sarkar (1999) menyimpulkan bahwa likuiditas merupakan penentu yang penting yang berpengaruh positif bagi *spread* harga *bid* dan *ask*. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa jangka waktu obligasi juga mempengaruhi *spread* harga *bid* dan *ask* secara positif.

Nurfauziah dan Setyarini (2004) melakukan penelitian yang mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi perusahaan (yang terdiri dari *gain* dan kupon). Variabel bebas yang digunakan adalah inflasi, likuiditas, rate, durasi, rating, dan keamanan sedangkan *Yield to Maturity* digunakan sebagai variabel terikat. Sampel yang digunakan adalah 41 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya hingga tahun 2003. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan adalah teknik regresi berganda. Hasil penelitian ini adalah bahwa likuiditas, *buyback* dan keamanan

mempunyai pengaruh signifikan terhadap *Yield to Maturity*. Pengaruh likuiditas dan keamanan adalah positif sedangkan pengaruh *buyback* adalah negatif.

Lusi Kesumawati (2003) melakukan uji dan analisis terhadap perubahan harga saham dengan variabel likuiditas obligasi, *coupon*, jangka waktu, rating dan tipe obligasi. Hasilnya semua variabel tersebut tidak berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi dengan studi kasus pada semua perusahaan (emiten obligasi) yang menerbitkan obligasi dan terdaftar di Bursa Efek Surabaya.

Bremmer dan Kesselring (1992) melakukan kajian dengan penggunaan rumus matematika untuk membuktikan bahwa terdapat hubungan antara tingkat kupon dan jangka waktu jatuh tempo. Sayangnya dalam kajian ini tidak dijelaskan secara detail mengenai dampak masing-masing faktor tersebut.

Ericsson dan Reneby (2001) melakukan kajian mengenai perkiraan harga obligasi di pasar obligasi di Amerika Serikat dengan sampel obligasi perusahaan Amerika Serikat. Faktor-faktor yang diteliti dalam memperkirakan harga obligasi adalah volatilitasnya dan jangka waktu. Penelitian dilakukan dengan menggunakan alat analisis eksperimen Monte Carlo. Hasil penelitian ini adalah bahwa *estimator* adalah tidak bias dan efisien, bahkan untuk obligasi yang sangat beresiko. Model yang disimpulkan dalam penelitian ini dipandang lebih baik daripada model tradisional. Lebih lanjut penelitian ini menunjukkan bahwa jangka waktu obligasi mempengaruhi harga obligasi secara negatif yang memiliki makna bahwa makin panjang jangka waktu obligasi maka akan menurunkan harga obligasi.

Abdul Hamid *et al.* (2006) melakukan penelitian tentang analisis durasi dan *convexity* untuk mengukur sensitivitas harga obligasi korporasi terhadap perubahan tingkat suku bunga. Sampel yang diambil adalah 71 perusahaan yang mengeluarkan obligasi dan terdaftar di Bursa Efek Surabaya (BES) hingga 2003. Teknik pengambilan sampelnya adalah *non probability sampling*. Teknik analisis yang digunakan adalah kuantitatif uji t (uji beda). Hasil penelitian ini adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara perkiraan harga yang diukur dengan durasi dan *convexity* dengan harga yang sebenarnya setelah kenaikan tingkat suku bunga.

Rosengren (1993) melakukan penelitian mengenai pengaruh beberapa variabel seperti kupon, nilai obligasi yang diterbitkan, dan beberapa variabel dummy seperti obligasi konversi dan non konversi terhadap resiko gagal yang juga mempengaruhi harga. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis Logit. Sampel yang digunakan adalah obligasi perusahaan di Amerika Serikat yang diperoleh dari data COMPUSTAT. Hasil penelitian ini adalah bahwa obligasi non konversi memiliki resiko yang lebih besar sehingga akan cenderung memiliki nilai kupon yang tinggi dengan kata lain makin besar resikonya maka akan tinggi nilai kuponnya. Sehingga kupon berpengaruh positif terhadap resiko. Namun hal ini juga kurang berpengaruh terhadap harga bahkan Rosengren (1993) menyebutkan bahwa hasil penelitiannya berpotensi bias.

Racette dan Lewellen (1995) melakukan kajian dengan menggunakan pendekatan matematis untuk membahas hubungan tingkat kupon dengan nilai obligasi. Melalui pendekatan matematis, disimpulkan bahwa tingkat kupon

mempengaruhi nilai obligasi secara positif. Ringkasan hasil penelitian terdahulu dapat dilihat pada Tabel 2.1. berikut ini.

Tabel 2.1.

Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti dan Tempat	Judul Penelitian	Variabel Yang Digunakan	Hasil
1	Amihud dan Mendelson (1991), pasar obligasi di Amerika Serikat	Liquidity, Maturity, and Yield on US Treasury Securities	kupon, jangka waktu jatuh tempo, likuiditas dan perubahan harga obligasi	likuiditas berpengaruh negatif terhadap perubahan harga obligasi
2	Bremmer dan Kesselring (1992), pasar obligasi di Amerika Serikat	The Relationship Between Interest Rates and Bond Prices : A Complete Proof	tingkat bunga dan jangka waktu jatuh tempo	tidak dijelaskan secara detail mengenai dampak masing-masing faktor tersebut
3	Rosengren (1993), pasar obligasi di Amerika Serikat	Default of Original Issue High-Yield Convertible Bond	nilai obligasi yang diterbitkan, dan beberapa variabel dummy seperti obligasi konversi dan non konversi	obligasi non konversi memiliki resiko yang lebih besar sehingga akan cenderung memiliki nilai kupon yang tinggi dengan kata lain makin besar resikonya maka akan tinggi nilai kuponnya
4	Racette dan Lewellen (1995), pasar obligasi di Amerika Serikat	Corporate Debt Coupon Strategies	tingkat kupon dan nilai obligasi	tingkat kupon mempengaruhi nilai obligasi secara positif
5	Elton dan Green (1998), pasar obligasi di Amerika Serikat	Tax and Liquidity Effects in Pricing Government Bonds	likuiditas, perubahan harga obligasi, jangka waktu dan volume	tidak terdapat pengaruh likuiditas terhadap <i>return</i> obligasi, namun mereka menemukan adanya hubungan negatif yang lemah antara obligasi berjangka waktu lama dengan harga dan volume obligasi

6	Chakravarty dan Sarkar (1999), pasar obligasi di Amerika Serikat	Liquidity in US Fixed Income Markets : A Comparison of the Bid-Ask Spread in Corporate, Government and Municipal Bond Markets	likuiditas, <i>spread</i> harga <i>bid</i> dan <i>ask</i> , jangka waktu obligasi	likuiditas berpengaruh positif bagi <i>spread</i> harga <i>bid</i> dan <i>ask</i> . Jangka waktu obligasi juga mempengaruhi <i>spread</i> harga <i>bid</i> dan <i>ask</i> secara positif
7	Kempf dan Uhrig-Homburg (2000), pasar obligasi di Jerman	Liquidity and Its Impact on Bond Prices	jangka waktu dan kupon serta likuiditas	likuiditas berpengaruh negatif terhadap harga obligasi
8	Ericsson dan Reneby (2001), pasar obligasi di Amerika Serikat	Estimating Structural Bond Pricing Models	harga obligasi, volatilitas dan jangka waktu	bahwa jangka waktu obligasi mempengaruhi harga obligasi secara negatif
9	Lusi Kesumawati (2003), Bursa Efek Surabaya di Indonesia	Pengaruh Peringkat Utang dan Berbagai Faktor Yang Turut Mempengaruhi Harga Obligasi Sebagai Variabel Kontrol Terhadap Yield Premium Obligasi	likuiditas obligasi, <i>coupon</i> , jangka waktu, rating dan tipe obligasi serta perubahan harga	semua variabel tersebut tidak berpengaruh positif terhadap perubahan harga
10	Nurfauziah dan Setyarini (2004), Bursa Efek Surabaya di Indonesia	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Yield Obligasi Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial)	inflasi, likuiditas, rate, durasi, rating, dan keamanan dan <i>Yield to Maturity</i>	likuiditas, <i>buyback</i> dan keamanan mempunyai pengaruh signifikan terhadap <i>Yield to Maturity</i> . Pengaruh likuiditas dan keamanan adalah positif sedangkan pengaruh <i>buyback</i> adalah negatif
11	Abdul Hamid <i>et al.</i> (2006), Bursa Efek Surabaya di Indonesia	Analisis Durasi dan Convexity Untuk Mengukur Sensitivitas Harga Obligasi Korporasi Terhadap Perubahan Tingkat Suku Bunga (Studi	durasi dan <i>convexity</i> serta harga	adalah tidak ada perbedaan yang signifikan antara perkiraan harga yang diukur dengan durasi dan <i>convexity</i>

		Empiris Pada Obligasi-Obligasi di Indonesia)		
--	--	--	--	--

Sumber : Berbagai jurnal penelitian.

2.3. Perbedaan Penelitian Dengan Penelitian Terdahulu

Penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian-penelitian yang telah dilakukan. Karena variabel yang digunakan dalam penelitian ini bukan hanya berasal dari variabel yang telah digunakan di satu penelitian saja namun juga digunakan di beberapa penelitian. Penelitian yang telah dilakukan secara umum menemukan kesimpulan yang berbeda-beda perihal pengaruh variabel yang diteliti terhadap perubahan harga obligasi. Variabel yang secara empiris ditemukan memiliki pengaruh yang berbeda-beda berdasarkan hasil penelitian terdahulu tersebut adalah likuiditas obligasi, tingkat kupon dan jangka waktu jatuh tempo. Oleh sebab itu variabel tersebut yang akan dikaji dalam penelitian ini.

2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis

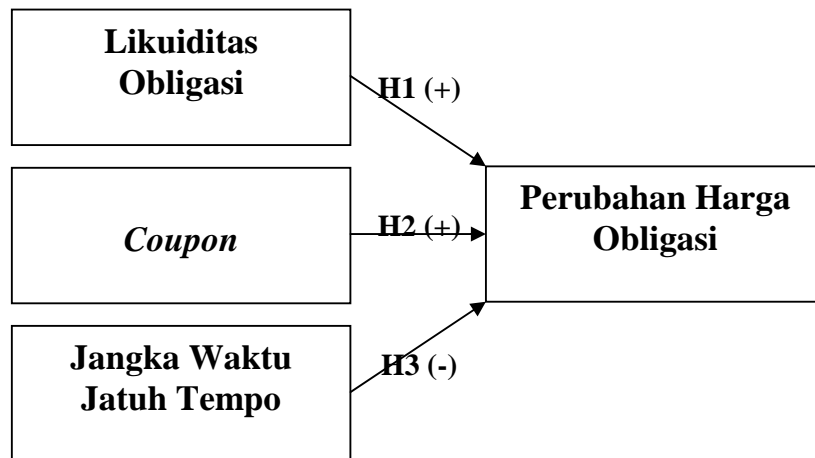
Amihud dan Mendelson (1991) menyatakan bahwa likuiditas mempengaruhi harga aset (obligasi) karena investor membutuhkan kompensasi untuk biaya transaksi. Sementara itu Yuan (2001) menyatakan bahwa likuiditas obligasi sangat penting dalam mempengaruhi harga obligasi. Likuiditas obligasi yang tinggi akan menyebabkan obligasi lebih menarik karena tersedianya pembeli dan penjual yang lebih banyak sehingga pihak yang memiliki obligasi dapat menjual obligasinya kapan saja. Hotchkiss dan Ronen (1999), Chakravarty dan Sarkar (1999) juga menyatakan hal yang sama bahwa kualitas pasar yang terkait

likuiditas akan menyebabkan adanya *bid* dan *ask* obligasi dengan kata lain terdapat penjual dan pembeli.

Nilai kupon yang tinggi akan menyebabkan obligasi menarik bagi investor karena nilai kupon yang tinggi akan memberikan *yield* yang makin tinggi pula. Nurfaizah dan Adistien F.S. (2004) menyatakan bahwa kupon yang tinggi akan menyebabkan investor memperoleh manfaat yang lebih besar. Sapto Rahardjo (2003) juga menyatakan hal senada yaitu untuk menarik investor membeli obligasi maka diberikan insentif yang berupa bunga yang menarik (kupon).

Aarstol (2000) dan Sapto Rahardjo (2003) mengemukakan bahwa semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap risikonya lebih kecil. Makin pendek jangka waktu jatuh tempo maka makin kecil durasi obligasi (Lusi Kesumawati, 2003; Jacky Kale Lena dan Apriani Dorkas R.A., 2003) dan kecembungan (Esmee, 2000; Abdul Hamid *et al.*, 2006; Kellerhals dan Schobel, 2001). Temuan penelitian Amihud dan Mendelson (1991) dalam Kamara (1994) menyebutkan bahwa *return* obligasi akan menurun dengan meningkatnya jangka waktu jatuh tempo. Sehingga makin pendek jangka waktu obligasi maka diperkirakan mengurangi perubahan harga obligasi.

Gambar 2.1.
Kerangka Pemikiran Teoritis



Dikembangkan untuk penelitian ini

2.5. Hipotesis

Hipotesis adalah suatu pernyataan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai benar atau salah untuk diujikan secara empiris (Copper dan Emory, 1996). Jadi hipotesis merupakan suatu rumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu atau antar dua variabel atau lebih. Hipotesis ini bersifat sementara, dalam arti dapat diganti dengan hipotesis lain yang lebih tepat dan lebih benar berdasar pengujian.

Dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan dan yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₁ : Likuiditas obligasi berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya

H₂ : Coupon (tingkat bunga) berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya

H₃ : Jangka waktu jatuh tempo berpengaruh negatif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya

2.6. Definisi Operasional Variabel

Berikut ini adalah definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

1. Likuiditas Obligasi, diukur dengan menggunakan frekuensi perdagangan obligasi setelah diperdagangkan di Bursa Efek Surabaya. Data diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia dan <http://www.bes.co.id>.
2. Coupon, diukur dengan menggunakan kupon yang diberikan oleh emiten obligasi. Data diperoleh dari prospektus obligasi yang ada di perpustakaan PT. Bursa Efek Surabaya.
3. Jangka waktu jatuh tempo, diukur dari jangka waktu jatuh tempo obligasi. Data diperoleh dari prospektus obligasi yang ada di perpustakaan PT. Bursa Efek Surabaya.
4. Prosentase perubahan harga obligasi. Diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\frac{P - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100\% = \text{Prosentase perubahan harga obligasi}$$

P = Harga obligasi periode t

P_{t-1} = Harga obligasi periode t-1

Harga obligasi diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia dan
<http://www.bes.co.id>.

BAB III

METODE PENELITIAN

Bagian ini menjelaskan langkah-langkah yang harus dilakukan untuk menganalisis sebuah model yang telah dikembangkan pada bagian sebelumnya. Langkah-langkah yang akan dijelaskan dalam bagian ini adalah sebagai berikut: desain penelitian, jenis dan sumber data, populasi dan sampel, metode pengumpulan data dan teknis analisis.

3.1. Desain Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam tipe penelitian *explanatory*, yaitu penelitian yang menjelaskan kedudukan variabel-variabel yang diteliti serta hubungan antara satu variabel dengan variabel yang lain (Husein Umar, 2005). Dalam penelitian ini dikembangkan suatu bentuk model penelitian yang bertujuan untuk menguji hipotesis penelitian yang telah ditentukan pada bab sebelumnya. Dari model penelitian yang telah dikembangkan, diharapkan akan menjelaskan hubungan sebab akibat antar variabel dan selanjutnya mampu membuat suatu implikasi manajerial yang bermanfaat sesuai dengan variabel-variabel penelitian.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis dan sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data ini yang dipergunakan dalam penelitian ini diperoleh dari situs

Bursa Efek Surabaya (BES), perpustakaan PT. Bursa Efek Surabaya dan harian Bisnis Indonesia.

Data emisi obligasi dan berbagai ketentuan lain dalam *indenture* diperoleh dari prospektus di perpustakaan PT. Bursa Efek Surabaya. Data harga penutupan obligasi tahunan dan frekuensi perdagangan tahunan sebagai proxy likuiditas diperoleh dari <http://www.bes.co.id>. dan Harian Bisnis Indonesia.

3.3. Populasi dan Sampel

Populasi adalah keseluruhan subjek penelitian (Arikunto, 1996) populasi juga merupakan kumpulan semua elemen yang memiliki satu atau lebih atribut yang menjadi tujuan (Anderson, dalam Arikunto, 1996). Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek/subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang diterapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 1999), Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang menjual dan memperdagangkan obligasi di Bursa Efek Surabaya hingga tahun 2005. Jumlah populasi adalah 96 perusahaan.

Sampel adalah sebagian dari populasi yang memiliki karakteristik yang relatif sama dan dianggap bisa mewakili populasi (Singarimbun, 1991). Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang obligasinya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Surabaya selama periode pengamatan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*.

Perusahaan yang dijadikan sampel adalah :

- 1) Perusahaan yang obligasinya terdaftar di Bursa Efek Surabaya hingga tahun 2005.
- 2) Obligasi yang diterbitkan adalah obligasi yang masih aktif beredar di pasar dan terdaftar di OTC FIS Bursa Efek Surabaya.
- 3) Membayar kupon dalam jumlah yang tetap (*fixed income bond*)

Berdasarkan data yang ada di Bursa Efek Surabaya, jumlah populasinya adalah 96 perusahaan dan yang memenuhi kriteria sampel tersebut diperoleh 71 obligasi perusahaan. Pada Tabel 3.1. berikut ini dapat dilihat sampel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 3.1.

Sampel Penelitian

No.	Obligasi	Kode	No.	Obligasi	Kode
1	Bahtera Adimina Samudra I Tahun 2000	BASS01XXBFTW	37	Indofood Sukses Makmur II Tahun 2003	IDSR01XXBFTW
2	HM Sampoerna II Tahun 2000	HMSPO2XXBFTW	38	Indosat III Tahun 2003 Seri A	ISAT02AXBFTW
3	Jasa Marga VIII Tahun 2000 Seri M	JMPDO8MXBFTW	39	Indosiar I Tahun 2003	ISAT03AXBFTW
4	Swadharma Indotama F. I Tahun 2000	SIFCO1XXBFTW	40	Jawa Pos I Tahun 2003	JPOS01XXBFTW
5	Perum Pegadaian VIII Tahun 2001 Seri A	PPGD08AXBFTW	41	Lautan Luas II Tahun 2003 Seri A	LTLS02AXBFTW
6	Semen Gresik I Tahun 2001 Seri B	SMGR01BXBFTW	42	Maspion I Tahun 2003	MASP01XXBFTW
7	Sinar Sosro I Tahun 2001 Seri A	SNSR01AXBFTW	43	Mayora Indah II Tahun 2003	MYOR02XXBFTW
8	Ultrajaya II Tahun 2001 Seri A	ULTJ02AXBFTW	44	Newera Footwear Indonesia I Tahun 2003	NEFI01XXBFTW
9	Indosat I Tahun 2001 Seri A	ISATO1AXBFTW	45	Panin Sekuritas I Tahun 2003	PANS01XXBFTW
10	Indosat II Tahun 2002 Seri A	INDF02XXBFTW	46	Putra Sumber Utama Timber I Tahun 2003 A	PSUT01AXBFTW
11	Jasa Marga IX Seri N1 Tahun 2002	JMPD09N1BFTW	47	Putra Sumber Utama Timber I Tahun 2003 B	PSUT01BXBFTW
12	Matahari Putra Prima I Tahun 2002	MPPA01XXBFTW	48	RCTI I Tahun 2003	RCTI01XXBFTW
13	Pupuk Kaltim I Tahun 2002 Seri A1	PPKT01A1BFTW	49	Serasi Autoraya I Amortisasi Tahun 2003	TRAC01XXBFTW
14	Pupuk Kaltim I Tahun 2002 Seri A2	PPKT01A2BFTW	50	Summarecon Agung I Tahun 2003	SMRA01XXBFTW
15	Telkom I Tahun 2002	TLKM01XXBFTW	51	Surya Citra Televisi I Tahun 2003	SCTV01XXBFTW
16	Inti Fasindo I Tahun 2002 Seri A	INF101AXBFTW	52	Unggul Indah Cahaya I Tahun 2003 Seri A	UNIC01AXBFTW
17	Jasa Marga X Tahun 2002 Seri O	JMPD100XBFTW	53	WIKI III Amortisasi Th.2003 Seri A	WIKA03AXBFTW
18	Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri B	PPGD09BXBFTW	54	Astra Sedaya Fin.III Amort Th.2003 C	ASDF03CXBFTW
19	Adhi Karya II Tahun 2003	ADHI02XXBFTW	55	Bank BP I Tahun 2003	BABP01XXBFTW
20	Adira Dinamika M.F.I.Th.2003 Seri A	ADMF01AXBFTW	56	Bank BNI I Tahun 2003	BBNI01XXBFTW
21	Adira Dinamika M.F.I.Th.2003 Seri B	ADMF01BXBFTW	57	Central Sari Finance I Tahun 2003	CSFC01XXBFTW
22	Alfa I Tahun 2003	ALFA01XXBFTW	58	Federal Int'l Fin.II Amort Th.2003 C	FIFA02CXBFTW
23	Arpeni Pratama Ocean Line I Th.2003	APOL01XXBFTW	59	Federal Int'l Fin.II Amort Th.2003 D	FIFA02DXBFTW
24	Astra Graphia I Tahun 2003	ASGR01XXBFTW	60	Indosat III Tahun 2003 Seri B	ISAT03BXBFTW
25	Bank BTN IX Tahun 2003	BBTN09XXBFTW	61	Jasa Marga XI Seri P tahun 2003	JMPD11PXBFTW
26	Bank Bukopin II Tahun 2003 Seri A	BBKP01AXBFTW	62	Oto Multiartha II Tahun 2003	OTMA02XXBFTW
27	Bank Ekspor Indonesia I Tahun 2003	BEXI01XXBFTW	63	Perum Pegadaian X Tahun 2003 A	PPGD10AXBFTW
28	Bank SUMSEL I Tahun 2003	BDS01XXBFTW	64	PTPN 3.I Tahun 2003 Seri A	PTPN01AXBFTW
29	Berlian Laju Tanker II Tahun 2003 A	BLTA02AXBFTW	65	PTPN 5.I Tahun 2003 Seri A	PTPV01AXBFTW
30	Bumi Serpong Damai I Tahun 2003	BSDE01XXBFTW	66	Swadharma Indotama Fin III Tahun 2003	SIFC03XXBFTW
31	Charoen Pokphand Indonesia I Tahun 2003	CPIN01XXBFTW	67	Tunas Financindo Sarana I Tahun 2003	TUFI01XXBFTW
32	Ciliandra Perkasa I Tahun 2003	CLPK01XXBFTW	68	WOM Finance I Tahun 2003 Seri A	WOMF01AXBFTW
33	Clipan Finance I Tahun 2003	CFIN01XXBFTW	69	WOM Finance I Tahun 2003 Seri B	WOMF01BXBFTW
34	Danareksa I Tahun 2003	DNRK01XXBFTW	70	Waskita Karya I Tahun 2003 Seri A	WSKT01AXBFTW
35	Duta Pertiwi IV Amortisasi Tahun 2003	DUTI04XXBFTW	71	Oto Multiartha III Tahun 2004	OTMA03XXBFTW
36	Great River Int'l I Tahun 2003	GRIV01XXBFTW			

Sumber : Bursa Efek Surabaya.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data. Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.5. Teknis Analisis

Suatu penelitian membutuhkan analisis data interpretasinya yang bertujuan menjawab pertanyaan-pertanyaan peneliti dalam rangka mengungkap fenomena sosial tertentu. Analisis data adalah proses penyederhanaan data ke dalam bentuk yang lebih mudah dibaca dan diinterpretasikan. Teknik analisis yang dipilih untuk menganalisis data harus sesuai dengan pola penelitian dan variabel yang akan diteliti.

Pada penelitian ini teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda untuk mengolah dan membahas data yang telah diperoleh dan untuk menguji hipotesis yang diajukan. Teknik analisis regresi dipilih untuk digunakan pada penelitian ini karena teknik regresi berganda dapat

menyimpulkan secara langsung mengenai pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan secara parsial ataupun secara bersama-sama.

Hair *et al.* (1998) menyatakan bahwa regresi berganda merupakan teknik statistik untuk menjelaskan keterkaitan antara variabel terikat dengan beberapa variabel bebas. Fleksibilitas dan adaptifitas dari metode ini mempermudah peneliti untuk melihat suatu keterkaitan dari beberapa variabel sekaligus. Regresi berganda juga dapat memperkirakan kemampuan prediksi dari serangkaian variabel bebas terhadap variabel terikat (Hair *et al.*, 1998). Sementara itu, model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

Rumus:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

Keterangan :

Y	: Perubahan Harga Obligasi
α	: Intersep persamaan regresi
$\beta_1, \beta_2, \text{ dan } \beta_3$: Koefisien regresi
X_1	: Likuiditas Obligasi
X_2	: Coupon
X_3	: Jangka waktu
ε	: <i>Error</i>

3.5.1. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian gejala asumsi klasik dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria *BLUE* (*best linear unbiased estimator*). Uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas data, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas.

3.5.1.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal.

Uji Kolmogorov Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak. Sementara uji normalitas data yang lain seperti dari statistika deskriptif dirasakan tidak efisien karena memerlukan kesimpulan tambahan.

3.5.1.2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah model regresi terjadi kesamaan *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Imam Ghazali, 2005). Jika *variance* dari *residual* satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Kebanyakan data *crossection* mengandung situasi heteroskedastisitas, karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran.

Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linier yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk

mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan dilakukan regresi dengan semua variabel independen, bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolut maka terjadi heterokedastisitas dalam model regresi ini (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

3.5.1.3. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya antar korelasi variabel bebas (independen). Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel independen-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen adalah sama dengan nol (Imam Ghazali, 2005). Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, *standard error* koefisien regresi akan semakin besar dan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar, dengan demikian terbuka kemungkinan terjadi kekeliruan, menerima hipotesis yang salah dan menolak hipotesis yang benar.

Uji asumsi klasik seperti multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar *independent variable* dengan menggunakan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Batas dari *VIF* adalah 10 dan nilai *tolerance value* adalah 0,1. Jika nilai *VIF* lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance value* kurang dari 0,1 maka terjadi multikolinearitas. Bila terdapat gejala multikolinieritas di antara variabel independen, maka

penanggulangannya adalah dengan mengeluarkan salah satu variabel tersebut dari model.

3.5.1.4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya (Imam Ghozali, 2005). Masalah ini timbul karena *residual* (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*), karena gangguan pada seseorang individu/kelompok cenderung mempengaruhi gangguan pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya.

Untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut (Algifari, 1997) :

Kurang dari 1,10	: Ada autokorelasi
1,10 hingga 1,54	: Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	: Tidak ada autokorelasi
2,46 hingga 2,90	: Tanpa Kesimpulan
Lebih dari 2,91	: Ada autokorelasi

3.5.2. Pengujian Kelayakan Model

Pengujian kelayakan model dilakukan dengan uji F. Uji F dilakukan dengan membandingkan nilai F hitung dengan nilai F tabel, apabila nilai F hitung lebih besar daripada F tabel maka H_a akan diterima dan H_o akan ditolak dengan kata lain model layak, demikian pula sebaliknya. Nilai F hitung dihitung dengan rumus:

$$\begin{aligned} F \text{ hitung} &= \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)} \\ &= \frac{ESS / (k - 1)}{RSS / (k - 1)} \end{aligned}$$

Dimana :

$R^2 = \text{Explained sum of squares (ESS)} / \text{Koefisien determinasi}$

$1 - R^2 = \text{Residual sum of squares (RSS)}$

$n = \text{Jumlah sampel}$

$k = \text{Jumlah variabel}$

3.5.3. Pengujian Hipotesis

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial. Pada penelitian ini hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 3 diuji dengan menggunakan uji t. Pada uji t, nilai t hitung akan dibandingkan dengan nilai t tabel, apabila nilai t hitung lebih besar daripada t tabel maka H_a diterima dan H_o ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai t hitung dihitung dengan rumus :

$$t \text{ hitung} = \frac{b}{\sigma b}$$

Dimana :

b = Koefisien regresi variabel independen

σb = Deviasi standar koefisien variabel independen

BAB IV ANALISIS DATA

4.1. Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan

Statistika deskriptif variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini seperti variabel RETURN, COUPON, JKWKT, dan LIKUIDIT akan dibahas pada bagian ini. Pada Tabel 4.1. berikut ini dapat dilihat ringkasan statistika deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini.

Tabel 4.1.

Statistika Deskriptif Variabel Yang Digunakan

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RETURN	71	-,16	,07	,0047	,03212
COUPON	71	12,30	19,50	14,8944	1,96365
JKWKT	71	3,00	10,00	5,2254	1,37526
LIKUIDIT	71	5,00	578,00	142,6620	149,81026
Valid N (listwise)	71				

Sumber : Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.1. maka dapat diketahui variabel *return* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,47%, nilai rata-rata bertanda positif ini menunjukkan bahwa pada periode penelitian yaitu tahun 2005 secara umum harga obligasi di Bursa Efek Surabaya yang menjadi sampel penelitian mengalami kenaikan. Nilai *return* terbesar adalah senilai 7% yang terjadi pada obligasi Perum Pegadaian IX Tahun 2002 Seri B, pada akhir tahun 2004 harga obligasi ini adalah 110 sedangkan pada

akhir tahun 2005, harga obligasi ini menjadi 117,7. Nilai *return* bertanda negatif terbesar adalah senilai 16% yang terjadi pada obligasi Inti Fasindo I Tahun 2002 Seri A, pada akhir tahun 2004 harga obligasi adalah 78 sedangkan pada akhir tahun 2005, harga obligasi Inti Fasindo I Tahun 2002 Seri A adalah 65,33.

Berdasarkan Tabel 4.1. maka dapat diketahui bahwa variabel COUPON memiliki nilai rata-rata sebesar 14,89 yang memiliki arti bahwa secara umum obligasi yang menjadi sampel penelitian memberikan *coupon rate* rata-rata 14,89% per tahun. Obligasi yang memiliki *coupon rate* tertinggi adalah obligasi Sinar Sosro I Tahun 2001 Seri A dengan *coupon rate* sebesar 19,5%. Obligasi dengan nilai *coupon rate* terendah adalah obligasi Jasa Marga XI Seri P tahun 2003 dengan nilai *coupon rate* sebesar 12,3%.

Berdasarkan Tabel 4.1. maka dapat diketahui bahwa variabel LIKUIDITAS memiliki nilai rata-rata sebesar 142,66 yang memiliki arti bahwa secara umum obligasi yang menjadi sampel penelitian selama tahun 2005 diperdagangkan rata-rata 142,66 kali. Obligasi yang paling jarang diperdagangkan adalah obligasi Great River Int'l I Tahun 2003 dengan frekuensi 5 kali, sedangkan obligasi yang paling sering diperdagangkan adalah obligasi Telkom I Tahun 2002 dengan frekuensi 578 kali.

Berdasarkan Tabel 4.1. maka dapat diketahui bahwa variabel JKWKT memiliki nilai rata-rata sebesar 5,22 yang memiliki arti bahwa secara umum obligasi yang menjadi sampel penelitian memiliki jangka waktu sebesar 5,22 tahun. Hal ini menunjukkan pula bahwa secara umum obligasi yang menjadi sampel merupakan obligasi jangka menengah.

Jangka waktu terpanjang adalah 10 tahun, obligasi Jasa Marga XI Seri P tahun 2003 merupakan obligasi yang memiliki jangka waktu terpanjang dalam penelitian ini, sedangkan jangka waktu terpendek adalah 3 tahun. Terdapat 8 obligasi yang memiliki jangka waktu 3 tahun yaitu Tunas Financindo Sarana I Tahun 2003, Central Sari Finance I Tahun 2003, WOM Finance I Tahun 2003 Seri A, Waskita Karya I Tahun 2003 Seri A, Bank BP I Tahun 2003, Oto Multiartha III Tahun 2004, Oto Multiartha II Tahun 2003 dan Federal Int'l Fin. II Amort Th. 2003 C.

4.2. Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *best linear unbiased estimator* (Gujarati, 1997). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji Kolmogorov Smirnov untuk menguji normalitas data secara statistik, uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dan uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF) serta uji otokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson statistik.

4.2.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Hipotesis yang menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai Z. Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal.

Hal yang sama juga ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa apabila nilai Z hitung $>$ Z tabel, maka distribusi tidak normal. Uji Kolmogorov Smirnov dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Bahkan agar lebih sederhana, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat tingkat probabilitas dari Kolmogorov Smirnov Z statistik. Pada Tabel 4.2. berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov.

Tabel 4.2.

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Probabilitas
RETURN	1,022	0,247
COUPON	1,340	0,055
JKWKT	1,343	0,054
LIKUIDIT	0,708	0,698

Sumber : Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

Dari Tabel 4.2. tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai Z dengan tingkat probabilitas yang lebih besar dari 5% yang artinya bahwa nilai Z tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan data tidak normal ditolak dan menerima hipotesis bahwa data terdistribusi secara normal.

4.2.2. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (*estimator*) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi dengan nilai residual sebagai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

Tabel 4.3.**Hasil Uji Glejser**

Keterangan	t statistik	Signifikansi
COUPON	1,454	0,151
JKWKT	0,823	0,413
LIKUIDIT	-0,108	0,915

Keterangan : Variabel terikat adalah *absolute error*

Sumber : Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

Dari uji Glejser seperti yang terlihat pada Tabel 4.3. diketahui bahwa semua variabel bebas yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat yaitu *absolute error* ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas yang diteliti, di mana tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas tersebut lebih besar dari 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

4.2.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinearitas, maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Algifari, 1997):

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dapat dipercaya.
2. Kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tergantung.

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinearitas. Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinieritas ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*.

Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair *et al.*, 1998 : 48). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Untuk mendeteksi multikolinieritas ini dapat pula dilihat dari *condition index*. Nilai teoritis *condition index* adalah sebesar 20, jika lebih besar dari nilai tersebut maka diindikasikan terdapat multikolinieritas.

Tabel 4.4.

Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>
COUPON	0,984	1,016
JKWKT	0,910	1,099
LIKUIDIT	0,916	1,092
<i>Condition Index :</i>	19,632	

Sumber : Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

Dari Tabel 4.4. di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10 serta koefisien *condition index* berada di bawah nilai 20, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda.

4.2.4 Uji Otokorelasi

Otokorelasi menunjukkan adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Konsekuensi dari adanya otokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan melalui pengujian Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut:

Kurang dari 1,1	Ada otokorelasi
1,1 hingga 1,54	Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	Tidak ada otokorelasi
2,46 hingga 2,9	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,9	Ada otokorelasi

Tabel 4.5.

Hasil Uji Durbin Watson

Nilai Durbin Watson	Kesimpulan
1,879	Tidak ada otokorelasi

Sumber : Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.5. di atas dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin Watson persamaan regresi pada penelitian ini adalah berada pada kisaran tidak ada otokorelasi, oleh sebab itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat otokorelasi pada persamaan regresi dalam penelitian ini.

4.3. Pengujian Kelayakan Model dan Hipotesis

Sesuai dengan kaidah dalam melakukan analisis regresi berganda sebagaimana dinyatakan oleh Gujarati (1997), bahwa suatu persamaan regresi harus memiliki data yang terdistribusi normal, bebas heteroskedastisitas, dan bebas multikolinieritas serta bebas otokorelasi agar diperoleh persamaan regresi yang baik dan tidak bias.

Dari hasil uji normalitas data yang telah dilakukan maka diketahui bahwa data yang digunakan dalam persamaan regresi ini terdistribusi secara normal, bebas heteroskedastisitas, dan tidak terdapat multikolinieritas serta tidak terdapat otokorelasi sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Untuk menguji kelayakan model dilakukan uji F, sedangkan untuk menjawab masalah, mencapai tujuan dan pembuktian hipotesis serta untuk mengetahui apakah variabel eksplanatori secara parsial berpengaruh secara signifikan (nyata) terhadap variabel terikat, maka perlu dilakukan uji t.

4.3.1. Pengujian Kelayakan Model

Persamaan regresi memiliki nilai F hitung sebesar 26,22 yang lebih besar daripada F tabel dengan derajat bebas (3 : 67) pada tingkat signifikansi 5% sebesar 2,60. Artinya adalah persamaan regresi ini signifikan pada tingkat signifikansi hingga 5%.

Tabel 4.6.**Hasil Pengujian Model****ANOVA^b**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,083694	3	,027898	26,220	,000 ^a
	Residual	,071288	67	,001064		
	Total	,154982	70			

a. Predictors: (Constant), LIKUIDIT, COUPON, JKWKT

b. Dependent Variable: RETURN

Ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan penjelas nyata pada variabel terikat. Dan menunjukkan pula bahwa model layak untuk digunakan. Sementara itu kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 53,7% (berdasarkan *adjusted R²*), sementara 46,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

4.3.2. Pengujian Hipotesis

Hasil analisis regresi berganda yang telah dilakukan dapat dilihat pada Tabel 4.7. sebagai berikut:

Tabel 4.7.**Hasil Analisis Regresi Berganda**

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	-0,015337	-0,477	0,635
COUPON	0,000944	4,697	0,000
JKWKT	-0,000272	-2,092	0,040
LIKUIDIT	0,0000314	11,558	0,000
Nilai F : 26,22*	R ² : 0,540	Adjusted R ² : 0,537	

* signifikan pada tingkat signifikansi 5%

Sumber : Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.7. tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{Return} = -0,015337 + 0,000944\text{COUPON} - 0,000272\text{JKWKT} + 0,0000314\text{LIKUIDIT} + e$$

4.3.2.1. Pengujian Hipotesis 1

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda yang dilakukan dengan bantuan program statistik SPSS versi 11.5. diketahui bahwa variabel bebas likuiditas obligasi memiliki koefisien regresi dengan tanda positif sebesar 0,0000314. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari variabel bebas LIKUIDIT terhadap *return* obligasi (perubahan harga obligasi) adalah positif. Nilai *t* hitung dari variabel bebas LIKUIDIT adalah sebesar 11,558 yang lebih besar apabila dibandingkan *t* tabel dengan derajat bebas (*df*) 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal tersebut maka H1 yang menyatakan bahwa likuiditas obligasi berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya diterima.

Likuiditas obligasi yang tinggi akan menyebabkan obligasi lebih menarik karena tersedianya pembeli dan penjual yang lebih banyak sehingga pihak yang memiliki obligasi dapat menjual obligasinya kapan saja. Apabila obligasi yang dibeli mempunyai likuiditas cukup tinggi maka harga obligasi tersebut cenderung stabil dan meningkat. Tetapi apabila likuiditas obligasi tersebut rendah, harga obligasi cenderung melemah. Temuan dalam penelitian ini membuktikan pernyataan tersebut. Hasil ini konsisten dengan temuan penelitian Yuan (2001)

yang menyimpulkan bahwa likuiditas obligasi sangat penting dalam mempengaruhi harga obligasi dan konsisten dengan hasil penelitian Elton dan Green (1998) yang menemukan bahwa makin likuid suatu obligasi maka akan makin tinggi tingkat perubahan harganya.

4.3.2.2. Pengujian Hipotesis 2

Variabel bebas COUPON memiliki koefisien regresi dengan tanda positif sebesar 0,000944. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari variabel bebas COUPON terhadap *return* obligasi (perubahan harga obligasi) adalah positif. Nilai *t* hitung dari variabel bebas COUPON adalah sebesar 4,697 yang lebih besar apabila dibandingkan *t* tabel dengan derajat bebas (*df*) 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal tersebut maka H2 yang menyatakan bahwa coupon (tingkat bunga) berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya diterima.

Nilai kupon yang tinggi akan menyebabkan obligasi menarik bagi investor karena nilai kupon yang tinggi akan memberikan *yield* yang makin tinggi pula. Makin tinggi kupon maka investor memperoleh akan memperoleh manfaat yang makin besar. Sapto Rahardjo (2003) juga menyatakan hal senada yaitu untuk menarik investor membeli obligasi maka diberikan insentif yang berupa bunga yang menarik (kupon). Temuan ini mendukung hasil penelitian Racette dan Lewellen (1995) dan Valckx (2004) yang secara matematis memberikan bukti bahwa pengaruh coupon terhadap perubahan harga obligasi adalah positif.

4.3.2.3. Pengujian Hipotesis 3

Variabel bebas jangka waktu obligasi memiliki koefisien regresi dengan tanda negatif sebesar 0,000272. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh dari variabel bebas jangka waktu obligasi terhadap *return* obligasi (perubahan harga obligasi) adalah negatif. Nilai *t* hitung dari variabel bebas JKWKT adalah sebesar 2,092 yang lebih besar apabila dibandingkan *t* tabel dengan derajat bebas (*df*) 70 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Berdasarkan hal tersebut maka H3 yang menyatakan bahwa jangka waktu jatuh tempo berpengaruh negatif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya diterima.

Aarstol (2000) dan Sapto Rahardjo (2003) mengemukakan bahwa semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap risikonya lebih kecil. Makin pendek jangka waktu jatuh tempo maka makin kecil durasi obligasi. Durasi merupakan salah satu instrumen untuk mengukur resiko obligasi. Makin kecil resiko obligasi maka investor akan cenderung membeli obligasi tersebut karena memiliki tingkat keamanan yang lebih tinggi. Adanya aksi beli ini akan menyebabkan harga obligasi meningkat dan akhirnya meningkatkan *return* obligasi.

Temuan dalam penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Amihud dan Mendelson (1991) dalam Kamara (1994) yang menyebutkan bahwa *return* obligasi akan menurun dengan meningkatnya jangka waktu jatuh tempo. Sementara itu ringkasan hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.8. berikut :

Tabel 4.8.**Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis**

Keterangan	Pernyataan Hipotesis	Kesimpulan
Hipotesis 1	Likuiditas obligasi berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya	Diterima
Hipotesis 2	coupon (tingkat bunga) berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya	Diterima
Hipotesis 3	jangka waktu jatuh tempo berpengaruh negatif terhadap perubahan harga obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya	Diterima

Sumber : Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

4.4. Variabel Bebas Yang Memiliki Pengaruh Terbesar

Untuk mengetahui variabel bebas mana yang paling berpengaruh terhadap variabel terikat, dapat dilihat dari nilai *standardized coefficient* masing-masing variabel bebas (Sekaran, 1992 dan Hair *et al.*, 1998). Apabila *standardized coefficient* bertanda positif maka pengaruh variabel bebas tersebut adalah positif, sementara itu apabila *standardized coefficient* bertanda negatif maka pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat adalah negatif.

Unstandardized koefisien digunakan untuk membentuk persamaan regresi, sedangkan *standardized* koefisien digunakan untuk mengetahui variabel bebas mana yang paling berpengaruh terhadap variabel terikat (Sekaran, 1992 dan Hair *et al.*, 1998). Nilai koefisien ini perlu dibedakan karena keduanya memiliki makna yang berbeda. *Standardized* koefisien merupakan nilai koefisien elastisitas dari koefisien regresi variabel bebas terhadap variabel terikat yang diwakili oleh nilai *unstandardized* koefisien.

Tabel 4.9.***Standardized Coefficient Variabel Bebas***

Variabel	<i>Standardized Coefficient</i>
COUPON	0,058
JKWKT	-0,012
LIKUIDIT	0,147

Sumber : Bursa Efek Surabaya dan Harian Bisnis Indonesia, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.9. di atas maka dapat diketahui bahwa variabel bebas yang memiliki nilai *standardized coefficient* terbesar adalah variabel likuiditas dengan nilai *standardized coefficient* sebesar 0,147 disusul oleh variabel coupon dengan nilai *standardized coefficient* sebesar 0,058. Kedua variabel ini memiliki pengaruh positif. Sedangkan variabel bebas yang memiliki pengaruh terkecil adalah jangka waktu dengan nilai *standardized coefficient* sebesar -0,000272. Tanda negatif ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel ini adalah negatif.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Berikut ini adalah kesimpulan dalam penelitian ini :

1. Variabel bebas likuiditas (LIKUIDIT) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap perubahan harga obligasi (*return* obligasi) pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa makin likuid suatu obligasi maka akan makin tinggi tingkat perubahan harganya (*return* obligasinya).
2. Variabel bebas *coupon* (COUPON) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap perubahan harga obligasi (*return* obligasi) pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa makin tinggi tingkat *coupon* obligasi maka akan makin tinggi tingkat perubahan harganya (*return* obligasinya).
3. Variabel bebas jangka waktu jatuh tempo obligasi (JKWKT) memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap perubahan harga obligasi (*return* obligasi) pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa makin lama jangka waktu jatuh tempo suatu obligasi maka akan makin menurun tingkat perubahan harganya (*return* obligasinya). Hal ini dapat terjadi karena makin lama jangka waktu jatuh tempo obligasi, resiko obligasi akan makin meningkat.

5.2. Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh paling besar terhadap *return* obligasi, untuk itu investor obligasi perlu memperhatikan likuiditas obligasi (frekuensi diperdagangkan di Bursa Efek Surabaya), karena makin likuid suatu obligasi akan makin tinggi *return*nya. Investor disarankan membeli obligasi yang likuid di Bursa Efek Surabaya.
2. *Coupon* memiliki pengaruh positif terhadap *return* obligasi, maka investor disarankan membeli obligasi yang menawarkan nilai *coupon* yang tinggi karena obligasi ini selain memberikan hasil bunga (*yield*) yang tinggi juga memiliki tingkat *return* yang tinggi.
3. Investor dapat membeli obligasi yang tidak memiliki jangka waktu jatuh tempo yang lama karena jangka waktu obligasi berpengaruh negatif terhadap *return* obligasi. Berdasarkan hal ini maka investor disarankan membeli obligasi dengan jangka waktu jatuh tempo yang relatif pendek karena tingkat *return*nya lebih tinggi.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut :

1. Penelitian ini masih berupa penelitian yang memberikan gambaran umum mengenai variabel yang mempengaruhi perubahan harga obligasi pada pasar obligasi di Indonesia, sehingga referensi yang digunakan masih terbatas akibat terbatasnya penelitian yang telah dilakukan.

2. Penelitian ini belum mengkaji variabel bebas resiko ingkar janji (*default*) dan peringkat obligasi.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini menunjukkan *adjusted R²* sebesar 0,537 yang berarti bahwa variabel *coupon*, jatuh tempo dan likuiditas mampu menjelaskan 53,7% variasi yang terjadi dalam variabel terikat. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 53,7%, sementara 46,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini. Berdasarkan hal tersebut berikut ini yang disarankan untuk agenda penelitian mendatang :

1. Penelitian mendatang dipandang perlu untuk secara khusus melakukan penelitian dengan variabel bebas resiko ingkar janji (*default*), peringkat obligasi dan variabel resiko intrinsik obligasi seperti durasi yang berbeda dengan jangka waktu jatuh tempo yang digunakan dalam penelitian ini.
2. Penelitian mendatang dapat melakukan penelitian mengenai perubahan harga obligasi dengan secara khusus meneliti per sektor industri.
3. Penelitian mendatang dapat melakukan penelitian pada obligasi jenis lain seperti obligasi konversi maupun obligasi pemerintah karena memiliki karakter berbeda dengan obligasi yang diteliti dalam penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Aarstol, Michael P. (2000), "Inflation and Debt Maturity", *Quarterly Review of Financial Analysis*, Vol. 40, p. 139-153.
- Abdul Hamid, Ahmad Rodoni, Titi Dewi N., dan Edi Hidayat (2006), "Analisis Durasi dan Convexity Untuk Mengukur Sensitivitas Harga Obligasi Korporasi Terhadap Perubahan Tingkat Suku Bunga (Studi Empiris Pada Obligasi-Obligasi di Indonesia)", *Jurnal Maksi*, Vol. 6 No. 2, p 117-142.
- Algifari (1997), *Analisis Regresi Teori, Kasus dan Solusi*, BPFE, Yogyakarta
- Amihud, Yakov dan Haim Mendelson (1991), "Liquidity, Maturity, and Yield on US Treasury Securities", *The Journal of Finance*, Vol. 46 No. 4, p. 1411-1425.
- Ammann, Manuel; Kind, Axel dan Wilde, C. (2001), "Are Convertible Bonds Underpriced", *Working Paper*, didownload dari www.papers.ssrn.com
- Bierwag, Gerald O. (1986), "Bond Returns, Discrete Stochastic Processes, and Duration", *The Journal of Financial Research*, Vol. 10 No. 3, p. 191-209.
- Bodie, Kane dan Marcus (1999), *Investment*, Fourth Edition, Mc Graw-Hill Co., Singapore.
- Bremmer, Dale dan Randall Kesselring (1992), "The Relationship Between Interest Rates and Bond Prices : A Complete Proof", *American Economist*, Vol. 36 No. 1, p. 85-86.
- Chakravarty, Sugato dan Asani Sarkar (1999), "Liquidity in US Fixed Income Markets : A Comparison of the Bid-Ask Spread in Corporate, Government and Municipal Bond Markets", *Working Paper*, didownload dari www.papers.ssrn.com
- Elton, Edwin J. dan Martin J. Gruber (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis 5th Edition*, John Willey&Sons Inc, New York
- Elton, Edwin J. dan T. Clifton Green (1998), "Tax and Liquidity Effects in Pricing Government Bonds," *The Journal of Finance*, Vol. 53 No. 5, p. 1533-1562.
- Emory, C. William (1996), *Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit Erlangga Jakarta

- Endah Diansari dan Kusharyanti (2004), “Reaksi Pasar Atas Perubahan Pemeringkatan Obligasi”, *Wahana*, Vol. 7 No. 2, p. 113-125.
- Ericsson, Jan dan Reneby, J. (2001), “Estimating Structural Bond Pricing Models”, *Working Paper*, didownload dari www.papers.ssrn.com
- Esme, Faerber (2000), *Fundamental of the Bond Market*, Mc Graw-Hill Co., Singapore.
- Fabozzi, Frank J. (2000), *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Fourth Edition, Prentice-Hall, New Jersey.
- Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998), *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, P.T. Bursa Efek Jakarta, Jakarta.
- Gagaring Pagalung (1993), *Kebutuhan Informasi Investor di Pasar Modal Indonesia*, Tesis Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada (tidak dipublikasikan).
- Gebhardt, W.R. (1999), “Stock and Bond Market Interaction : Does Momentum Spillover”, *Working Paper*, didownload dari www.papers.ssrn.com
- Greene, William H. (1997), *Econometric Analysis*, Mac Millan Publishing Company, New York
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd Edition; McGraw Hill, Inc.
- Gunawan Sumodiningrat (1996), *Ekonometrika Pengantar*, BPFE UGM, Yogyakarta
- Hair Joseph F; Anderson Rolph E; Tatham Ronald L; and Black William C. (1998), *Multivariate Data Analysis*: Fifth Edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Hotchkiss, E.S. dan T. Ronen (1999), “The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market : An Intraday Analysis” *Working Paper*, didownload dari www.papers.ssrn.com
- Husaini dan Saiful (2003), “Pengaruh Penerbitan Obligasi Terhadap Risiko dan Return Saham”, *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. 5 No. 1, p. 35-46.
- Husein Umar (2005), *Metode Penelitian Untuk Skripsi dan Tesis Bisnis*, Cetakan Ketujuh, Rajawali Press.

- Imam Ghozali (2005), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbitan Universitas Diponegoro, Semarang
- Indra D. Santoso (1997), *Kiat Investasi di Pasar Modal*, Megapoin, Jakarta.
- Jacky Kale Lena dan Apriani Dorkas R.A. (2003), “Pengukuran Durasi Obligasi Untuk Mengetahui Sensitivitas Harga Obligasi Terhadap Perubahan Tingkat Suku Bunga Di Indonesia”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis (Dian Ekonomi)*, Vol. XI No. 1 Maret, p. 1-14.
- Jaka E. Cahyana (2004), *Langkah Taktis Metodis Berinvestasi di Obligasi*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Jeng, Han-Tran dan Robert W. McLeod (1995), “Intrayear Compounding and Fundamental Bond Valuation”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 34 No. 3, p. 19-31.
- Jogiyanto Hartono (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE UGM: Yogyakarta.
- Kellerhals, B.P. dan Schobel, R. (2001), “Risk Attitudes of Bond Investors”, *Working Paper*, didownload dari www.papers.ssrn.com
- Kempf, Alexander dan Maliese Uhrig-Homburg (2000), “Liquidity and Its Impact on Bond Prices”, *Schmalenbach Business Review*, Vol. 52, p. 26-44.
- Khana, arun(2003) “Much Ado About Nothing ; The Case of the Century Bonds”, *Journal Applied Corporate Finance*, didownload dari www.papers.ssrn.com
- King, Tao-Hsien Dolly (2002), “An Empirical Examination of Call Option Values Implicit in US Corporate Bond”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37 No. 4, p. 693-721.
- Kliger, Doron dan Obed Sarig (2000), “The Information Value of Bond Ratings”, *The Journal of Finance*, Vol. LV No. 6, p. 2879-2902.
- Lusi Kesumawati (2003), “Pengaruh Peringkat Utang dan Berbagai Faktor Yang Turut Mempengaruhi Harga Obligasi Sebagai Variabel Kontrol Terhadap Yield Premium Obligasi”, *Tesis*, Magister Manajemen UKSW, Salatiga.
- Nurfaizah dan Adistien F.S. (2004), “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Yield Obligasi Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial)”, *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 2 No. 9, p. 241-256

- Pelsser, Antoon (2001), "Mathematical Foundation of Convexity Correction", *Working Paper*, didownload dari www.papers.ssrn.com
- Racette, G.A. dan W.G. Lawellen (1995), "Corporate Debt Coupon Strategies", *National Tax Journal*, Vol. XXIX, p. 165-177.
- Reisz, Alexandr S. dan Claudia Perlich (2006), "Temporal Resolution of Uncertainty and Corporate Debt Yields : An Empirical Investigation", *Journal of Business*, Vol. 79 No. 2, p. 731-770.
- Robbert Ang. (1997), *Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia. Jakarta.
- Rosengren, E.S. (1993), "Default of Original Issue High-Yield Convertible Bond", *The Journl of Finance*, No. 48 No. 1, p. 345-362.
- Sawidji Widoadmodjo. (1996), *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*, PT Jurnalindo Aksara Grafika. Jakarta.
- Sapto Rahardjo (2003), *Panduan Investasi Obligasi*, Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*; 2nd Editon, John Wiley & Sons, Inc.
- Sharpe, William F., Gordon, J. Alexander dan V. Bailey (1995), *Investment*, Prentice Hall, New York
- Sri Astuti dan Januar Eko P. (2002), "Dampak Pengumuman Bond Rating Terhadap Harga Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta", *Wahana*, Vol. 5 No. 2, p. 123-134.
- Sri Astuti (2003), "Pengaruh Laporan Keuangan Terhadap Peringkat Hutang (Bond Rating) Studi empiris Pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta", *Wahana*, Vol. 6 No. 2, p. 105-112.
- Sri Handaru Yuliati, Handoyo Prasetyo dan Fandy Tjiptono (1996), *Manajemen Portofolio dan Analisis Investasi*, Andi Yogyakarta.
- Suad Husnan. (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, UPP AMP YKPN: Yogyakarta.
- Valckx, Nico (2004), "The Decomposition of US and Euro Area Stock and Bond Returns and Their Sensitivity to Economic State Variables", *The European Journal of Finance*, Vol. 10, p. 149-173.

- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz Jr. (1989), *Fundamental of Financial Management 7h Edition*, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey
- Warga, Arthur (1992), "Bond Returns, Liquidity, and Missing Data", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 No. 4, p. 605-617.
- Yuan, Kathy (2001), "The Liquidity Service of Sovereign Bonds", *Working Paper*, didownload dari www.papers.ssrn.com